

STUDIEN ZUM EUROPÄISCHEN  
UND INTERNATIONALEN  
WIRTSCHAFTSRECHT

STUDIES IN EUROPEAN AND INTERNATIONAL  
ECONOMIC LAW

22

Christoph Rodenhäuser

Aktienemissionen  
über das Internet –  
eine Gefährdung  
des Anlegerschutzes?

# Einleitung

## A. Ausgangspunkt

Die Nutzung des Internets als schnelles und kostengünstiges Medium bietet sich für den Kapitalmarkt geradezu an, da durch seinen Einsatz kosteneffiziente Kommunikation und Transaktionen ermöglicht werden<sup>1</sup>. Daher ist es nicht verwunderlich, dass seit Ende der 1990er Jahre Veränderungen des Finanzdienstleistungssektors zu beobachten sind, die darauf beruhen, dass sich die Akteure diesen Vorteil zunutze machen. Am Anfang dieser Veränderungen stand eine zunehmende Nutzung des Internets für die Erbringung von Bankdienstleistungen (Online-Banking), doch hat das Internet zunehmend auch den Bereich der Finanz- und Kapitalmärkte erobert<sup>2</sup>.

Grundsätzlich bietet sich das Internet als Markt für Informationen, als Primär- und (außerbörslicher) Sekundärmarkt für Wertpapiere sowie als Börse an<sup>3</sup>. Als Folge dessen sind eine Veränderung bestehender Geschäftsmodelle<sup>4</sup> und das Entstehen neuer<sup>5</sup> zu beobachten. Auch wenn diese Entwicklung grundsätzlich positiv beurteilt wird<sup>6</sup>, sollte nicht übersehen werden, dass manches Geschäftsmodell neben neuen Chancen auch Risiken, insbesondere für den Anleger, birgt<sup>7</sup>.

Dies wird besonders am Beispiel einer Eigenemission deutlich. Bei einer solchen bietet der Emittent die zu emittierenden Wertpapiere selbst, ohne Beteiligung Dritter, an. Bisher beschränkte sich die Möglichkeit einer solchen Emission auf Ausnahmefälle, bei denen die Mitwirkung von Kreditinstituten aus strukturellen Gründen nicht notwendig war. Eine solche Ausnahmesituation lag beispielsweise vor, wenn Konzerntöchter in der Rechtsform einer AG eine Kapitalerhöhung

---

1 Siehe hierzu: Spindler, ZHR 165(2001), 324 ff.; ders., NZG 2000, 1058 ff.

2 Jäger, NZG 2000, 1049, 1053 ff.; Tawakkoli, DStR 1999, 1330 ff.; Pfüller/Westerwelle, MMR 1998, 171 ff.

3 Siehe Weber MMR 1999, 385 ff.; Tawakkoli, DStR 1999, 1330 ff.; Pfüller/Westerwelle, MMR 1998, 171, 172 ff.; Schaefer, MMR 2001, 491 ff.

4 Durch den Einsatz des Internets wurde Direct-Broking erst möglich.

5 Das Entstehen virtueller Emissionshäuser, außerbörslicher Marktplätze oder der Einsatz von Direktmissionen zur Kapitalbeschaffung wären ohne Verwendung des Internets in diesem Umfang nicht denkbar; siehe hierzu: Weber, MMR 1999, 385 ff.; Tawakkoli, DStR 1999, 1330, 1331 ff.; Pfüller/Westerwelle, MMR 1998, 171 ff.; Jäger NZG 2000, 1049, 1053 ff.

6 Schaefer, MMR 2001, 491 ff.; Jäger, NZG 2000, 1049, 1054 f.; Tawakkoli, DStR 1999, 1330, 1336; Zacharias, 298.

7 „Hohe Kursverluste bei Net.IPO“, FAZ v. 18.03.2000, Nr. 66, S. 25; Weber, MMR 1999, 385, 386; Assmann, in: FS-Schütze, 15, 21 ff.

vornahmen und die Muttergesellschaft die neuen Aktien übernahm<sup>8</sup>. Weiterhin nahmen auch Daueremittenten, insbesondere Kreditinstitute, die an ihre Kunden Schuldverschreibungen zwecks Finanzierung ihres Aktivgeschäfts ausgaben, die Möglichkeit einer Selbstemission wahr<sup>9</sup>. Dies gilt insbesondere für die Ausgabe von Hypotheken- und Pfandbriefen, wobei die Emission entsprechend der Nachfrage interessierter Anleger erfolgt. Dagegen schien das Instrument einer Direkt-emission bis vor ein paar Jahren als ungeeignet, wenn der Emittent Fremdmittel zu einem bestimmten Zeitpunkt benötigte<sup>10</sup>. Diese Situation hat sich jedoch mit fortschreitender Verbreitung des Internet grundlegend geändert, wie erfolgreich<sup>11</sup> durchgeführte Selbstemissionen belegen. Dies führte zu grundlegenden Veränderungen sowohl im börslichen als auch im außerbörslichen, als grauer Kapitalmarkt<sup>12</sup> bezeichneten, Bereich<sup>13</sup>.

In der folgenden Arbeit soll untersucht werden, inwieweit Anlegerschutz bei den einzelnen Emissionsformen bzw. Geschäftsmodellen gewährleistet wird. Die Gewährleistung von Anlegerschutz erfolgt nicht nur durch kapitalmarktrechtliche Normen<sup>14</sup>, sondern auch durch Gesellschaftsrecht und vornehmlich durch aktienrechtliche Vorschriften<sup>15</sup>. So dienen beispielsweise die Rechnungslegungsvorschriften des Handelsgesetzbuchs nicht nur dem Gläubiger-, sondern auch dem

- 
- 8 Grundmann, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, Band 2, § 112, Rn. 6; Ekkenga/Maas, Rn. 73; Müller, in: Kümpel/Wittig, Rn. 15.82.
  - 9 Müller, in: Kümpel/Wittig, Rn. 15.82; Grundmann, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, Band 2, § 112, Rn. 6; Ekkenga/Maas, Rn. 73.
  - 10 Müller, in: Kümpel/Wittig, Rn. 15.83; Grundmann, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, Band 2, § 112, Rn. 6; Singhof/Weber, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 4, Rn. 24 vertreten die Auffassung, dass das Internet nichts an dieser Situation geändert hat.
  - 11 Einige dieser Emissionen waren aus Anlegersicht weniger erfolgreich, da es zu herben Kursverlusten oder gar Insolvenzen kam. So sind bzw. waren die Met@box AG sowie die Infomatec AG Gegenstand staatsanwaltschaftlicher Ermittlungsverfahren. Die Vorstände der Infomatec AG wurden zwischenzeitlich vom BGH, Urt. v. 19.7.2004, II ZR 402/02, BB 2004, 1816 f. zur Zahlung von Schadensersatz an geschädigte Anleger verurteilt. Als positives Gegenbeispiel für eine gelungene Eigenemission ist der Börsengang von Google Inc. zu nennen.
  - 12 Siehe zum Begriff des grauen Kapitalmarkts: Oulds, in: Kümpel/Wittig, Rn. 14.50 ff.; Assmann, in: Assmann/Schneider, WpHG, Einl., Rn. 5 ff.; Heidelbach, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, Vor § 8f VerkProspG, Rn. 2, 4.
  - 13 Siehe zu diesen Veränderungen: Weber, NJW 2000, 2063 ff.; Jäger, NZG 2000, 1049 ff.; Kündgen, in: FS Lutter, Mutmaßungen über die Zukunft europäischer Börsen, 1401 ff.; Jäger, Aktiengesellschaft, § 54, Rn. 103 ff.
  - 14 Siehe hierzu: Raiser/Veil, 5. Auflage, § 12, Rn. 1 ff.; Möller, ZGR 1997, 334 ff.
  - 15 Lenenbach, Kapitalmarkt- und Börsenrecht, Rn. 8.5; Hommelhoff, ZHR 153(1989), 181, 194; Jäger, Aktiengesellschaft, § 54, Rn. 144 f.

Anlegerschutz<sup>16</sup>. Beispiele für dem Anlegerschutz dienende aktienrechtliche Vorschriften sind Mitteilungspflichten über Beteiligungen an anderen Unternehmen gemäß §§ 20 ff. AktG, die Grundsätze der Kapitalaufbringung und -erhaltung sowie Mitentscheidungsrechte der Aktionäre<sup>17</sup>.

Vereinfacht lässt sich sagen, dass der kapitalmarktrechtliche Anlegerschutz das Ziel verfolgt, Informationsasymmetrien abzubauen, während Schutzziel des gesellschaftsrechtlichen Anlegerschutzes der Ausgleich von Machtungleichgewichten und die Kontrolle von Verwaltungsträgern ist<sup>18</sup>. Der Schwerpunkt der vorliegenden Arbeit wird auf den kapitalmarktrechtlichen Anlegerschutz gelegt.

## B. Vorgehensweise

Als Ausgangspunkt der Betrachtung wird die Emissionsform bzw. das Geschäftsmodell gewählt, das augenscheinlich den höchsten Anlegerschutz gewährleistet. Gemeinhin denkt man hierbei an eine Emission von Wertpapieren mit gleichzeitiger Börseneinführung unter Beteiligung von Banken. Zum einen bestehen bei diesem Modell umfangreiche Prospektspflichten, zum anderen steht dem Anleger neben dem Emittenten auch die Emissionsbank als (solventer) Anspruchsgegner zur Verfügung<sup>19</sup>.

In einem ersten Teil wird daher die Funktion der Banken im Emissionsgeschäft näher betrachtet. Hierfür sollen kurz der Ablauf einer klassischen Emission, d.h. einer mit gleichzeitiger Börseneinführung der emittierten Wertpapiere, beschrieben und die einzelnen Rechtsbeziehungen zwischen den Beteiligten, insbesondere zwischen den Emissionsbanken und den Anlegern, näher dargestellt werden. Hierbei wird auf die Prospektverantwortlichkeit der Banken und bestehende Aufklärungs- und Beratungspflichten eingegangen werden. Im Anschluss werden sodann einige bankenaufsichtsrechtliche Regelungen vorgestellt. Diese sollen auf ihre Relevanz bzgl. des Anlegerschutzes untersucht werden.

In einem zweiten Teil wird sodann die Finanzierungsform einer Internetemission in Form einer Fremdemission untersucht werden, wobei die Haupteinsatzgebiete einer Internetemission nach Marktsegmenten (regulierter Markt, Freiverkehr, sonstiger Handel/vorbörsliche Risikobeteiligungen) geordnet näher betrachtet werden. Der Einsatz des Internets ermöglicht es, dass ausländische

---

16 Lenenbach, Kapitalmarkt- und Börsenrecht, Rn. 8.5.

17 Hommelhoff, ZHR 153(1989), 181, 194 f., 205 f.; Raiser/Veil, 4. Auflage, § 9, Rn. 17.

18 Lenenbach, Kapitalmarkt- und Börsenrecht, Rn. 8.5; Jäger, Aktiengesellschaft, § 54, Rn. 147; siehe zu den Grenzen des Anlegerschutzes durch das WpHG: Cahn, ZHR 162(1998), 1 ff.

19 Bei den beiden spektakulärsten Prospekthaftungsfällen nach § 45 a.F. BörsG „Beton- und Monierbau“ (BGH, Urt. v. 12.7.1982, II ZR 175/81, WM 1982, 862 f.) und „Bond“ (OLG Frankfurt, Urt. v. 1.2.1994, 5 U 213/92, WM 1994, 291 f.) war ein wirtschaftlich wirksamer Anlegerschutz nur durch die Mithaftung der solventen Emissionsbegleiter zu sichern.

Wertpapierdienstleistungsunternehmen, die keine physische Präsenz im Inland unterhalten (im Folgenden als virtuelles Emissionshaus bezeichnet), im Wege des grenzüberschreitenden Dienstleistungsverkehrs Wertpapierdienstleistungen im Inland erbringen. Eine Besonderheit stellt hier die Tatsache dar, dass der Dienstleistungserbringer seinen Sitz nicht notwendigerweise im Inland haben muss und auch oftmals keine inländische Zweigniederlassung betreibt. Es stellt sich dann die Frage nach dem anwendbaren Rechtsregime. Diese lässt sich nicht pauschal beantworten, vielmehr muss zwischen den im Verlauf einer Emission auftretenden einzelnen Rechtsbeziehungen unterschieden werden. Hierbei ist zu beachten, dass Anlegerschutz in erster Linie durch Informationen gewährleistet wird, wobei sich Informationspflichten aus handelsrechtlichen, aktienrechtlichen und kapitalmarktrechtlichen Vorschriften ergeben. Je nach anwendbarem Rechtsregime bestehen somit auch unterschiedliche Informationspflichten. Schließlich ist auch der Umfang der einzelnen Informationspflichten zu untersuchen. Dabei ist der Frage nachzugehen, ob der Umfang der Beratungs- und Informationspflichten nach WpHG bei virtuellen Emissionshäusern ein anderer als bei örtlichen Banken ist und inwieweit hierauf warnend hingewiesen werden muss. Auch ist zu prüfen, wie aufsichtsrechtliche Maßnahmen gegenüber ausländischen Emittenten durchgesetzt werden können. Dabei sollen neben einer Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden auch andere Möglichkeiten, beispielsweise die Sperrung eines Internetangebots, untersucht werden.

Im dritten Teil der Arbeit wird auf die Platzierungsform einer Eigenemission näher eingegangen. Ausgangspunkt wird wiederum eine kurze Betrachtung der bestehenden Marktsituation sein. Im Anschluss hieran werden die Folgen der Nichtanwendbarkeit des WpHG und des KWG für den Anlegerschutz untersucht. Hierfür ist der Frage nachzugehen, welche zivilrechtlichen Aufklärungs- und Beratungspflichten den Emittenten gegenüber dem Anleger obliegen und welche Rechtsfolgen eine mögliche Pflichtverletzung nach sich zieht. Abschließend soll untersucht werden, welche Ansprüche dem geschädigten Anleger gegen den Emittenten wegen Verletzung von Prospektspflichten zustehen und in welchen Konstellationen der Vorstand eines Emittenten neben diesem einem geschädigten Anleger haftet.

In einem vierten Teil erfolgt ein Vergleich der in den ersten drei Teilen der Arbeit gefundenen Ergebnisse unter dem Gesichtspunkt der Gewährleistung von Anlegerschutz. Dabei werden die Unterschiede zwischen einer Eigen- und Fremdemission, einer Emission eines in- und eines ausländischen Emittenten sowie einer Emission im regulierten und nicht regulierten Markt dargestellt. Dabei sollen die jeweils bestehenden Schutzlücken aufgezeigt werden.

Die folgende Untersuchung wird auf Ansprüche von Privatanlegern gegen Emittenten und Emissionshäuser beschränkt. Ansprüche institutioneller Investoren sind nicht Gegenstand dieser Arbeit.

## C. Geschichtliche Entwicklung

Das Wort Aktie stammt aus dem Niederländischen und lässt einen Rückschluss darauf zu, wo erstmalig aktienmäßige Beteiligungen vorkamen<sup>20</sup>. Im Jahr 1602 wurden von der Allgemeinen Niederländischen Vereinigten Ostindischen Compagnie Aktien ausgegeben, wobei es sich bei diesen um Namensaktien handelte<sup>21</sup>. Die Handelskompanien, welche Handel mit den neuen Kolonien in Übersee betrieben, besaßen eigene Rechtspersönlichkeit und waren wegen der ihnen verliehenen Hoheitsrechte gemischt privatrechtlich/öffentlich-rechtliche Gebilde<sup>22</sup>. Eine Konzessionierung erfolgte durch vom Souverän ausgefertigte Urkunden, die sog. „Octroni“<sup>23</sup>. Die Erwerber mussten sich von der Aktiengesellschaft in ein Aktienbuch eintragen lassen und waren damit im Unterschied zu den Aktionären der später durch Inhaberaktien finanzierten Aktiengesellschaften namentlich bekannt<sup>24</sup>. Diese Gesellschaften betrieben in erster Linie Handel mit den Kolonien in Übersee<sup>25</sup>. Für die Übertragung der Aktien war die Zustimmung der Gesellschaft erforderlich, so dass diese nur bedingt börsenfähig waren<sup>26</sup>. Wenig später entstanden auch in England und Schottland Kolonialgesellschaften auf Aktienbasis<sup>27</sup>. In den folgenden Jahren stieg die Anzahl der Aktiengesellschaften erheblich an. Existierten 1688 in England und Schottland lediglich 24 joint-stock companies, so stieg ihre Zahl im Zeitraum zwischen 1692 und 1695 um weitere 150<sup>28</sup>. Die ersten Inhaberaktien wurden 1717 von der Lawschen Mississippigesellschaft ausgegeben. Erstmals wurden 1756 deutsche Aktien von den Preußischen Kolonialgesellschaften ausgegeben. Hierbei handelte es sich um Papiere der Asiatischen und Bengalischen Kompanie<sup>29</sup>. Eine zunehmende Bedeutung als Finanzierungsinstrument erlangten Aktien im Rahmen des Eisenbahnbaus seit den 1840er Jahren<sup>30</sup>. In der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts kamen verstärkt Industrieaktien hinzu<sup>31</sup>. Die

---

20 North, Von Aktie bis Zoll, 18; Hoffmann-Becking, in: Münchner Handbuch des GesR, Band 4, § 1, Rn. 1.

21 North, Von Aktie bis Zoll, 18; Schlüter, Börsenhandelsrecht, Rn. 10; Raiser/Veil, 5. Auflage, § 3, Rn. 1.

22 Hoffmann-Becking, in: Münchner Handbuch des GesR, Band 4, § 1, Rn. 1; Raiser/Veil, 5. Auflage, § 3, Rn. 1.

23 Hoffmann-Becking, in: Münchner Handbuch des GesR, Band 4, § 1, Rn. 1; Raiser/Veil, 5. Auflage, § 3, Rn. 1.

24 North, Von Aktie bis Zoll, 18.

25 Hoffmann-Becking, in: Münchner Handbuch des GesR, Band 4, § 1, Rn. 1.

26 North, Von Aktie bis Zoll, 18.

27 North, Von Aktie bis Zoll, 18.

28 North, Von Aktie bis Zoll, 18.

29 North, Von Aktie bis Zoll, 18.

30 Hoffmann-Becking, in: Münchner Handbuch des GesR, Band 4, § 1, Rn. 3.

31 Hoffmann-Becking, in: Münchner Handbuch des GesR, Band 4, § 1, Rn. 3.

Ausgabe von Aktien war bis Ende 1870 in Deutschland noch konzessionspflichtig<sup>32</sup>. Etwa seit dieser Zeit stellt die Aktie das wichtigste Beteiligungspapier an den Kapitalmärkten dar, obgleich deren Emission wegen spekulativer Übertreibungen zeitweilig eingeschränkt worden war. Diesen Umtrieben versuchte man mit dem Börsengesetz von 1896, novelliert 1908, zu begegnen<sup>33</sup>.

Die erste Aktienemission über das Internet<sup>34</sup> in Form einer Selbstemission fand im Herbst 1995 statt<sup>35</sup>. Damals kam Andrew Klein, Besitzer der Spring Street Brewing Company, einer kleinen Gasthausbrauerei mit Sitz in New York, auf die Idee, deren Aktien ohne Zuhilfenahme Dritter direkt über das Internet zu platzieren<sup>36</sup>. Es wurden 3500 Anleger gewonnen, welche auf diese Weise Anteile im Gesamtwert von 1,6 Mio. \$ zeichneter<sup>37</sup>. Diese Vorgehensweise stieß bei der SEC<sup>38</sup> auf Widerspruch<sup>39</sup>. Nachdem sich diese zu den Rahmenbedingungen geäußert hatte, bei deren Einhaltung eine Emission über das Internet als zulässig zu erachten sei, begannen sich Aktienemissionen über das Netz weltweit zu verbreiten<sup>40</sup>.

Die erste Aktienemission über das Internet in Europa fand 1996 in England statt (Argo Interactive)<sup>41</sup>. In Deutschland wurden 1997 erstmalig Aktien über das Internet platziert<sup>42</sup>. Emittenten waren die PIOS Computer AG (heute Met@box AG), Internet 2000 AG und die Infomatec AG<sup>43</sup>. Zwar führten die Emission der Spring Street Brewing Company und in deren Anschluss die Gründung der Investmentbank Wit Capital nicht zu einem regelrechten Siegeszug von Internet-IPOs<sup>44</sup>,

---

32 Hoffmann-Becking, in: Münchner Handbuch des GesR, Band 4, § 1, Rn. 3; Raiser/ Veil, 5. Auflage, § 3, Rn. 1; siehe zur Abschaffung des Konzessionssystems: Schubert, ZGR 1981, 285 ff.

33 Siehe hierzu: Hoffmann-Becking, in: Münchner Handbuch des GesR, Band 4, § 1, Rn. 6 f.; Schlüter, Börsenhandelsrecht, Rn. 34.

34 Genaugenommen wird nichts über das Internet emittiert, sondern emittierte Wertpapiere werden über das Internet zum Kauf bzw. zur Zeichnung angeboten.

35 Weber, MMR 1999, 385; Assmann, in: FS-Schütze, 15, 16.

36 Weber, MMR 1999, 385; Pfüller/Westerwelle, MMR 1998, 171, 172.

37 Jäger, Aktiengesellschaft, § 54, Rn. 104; Weber MMR 1999, 385; Pfüller/Westerwelle, MMR 1998, 171, 172.

38 Securities Exchange Commission.

39 So Assmann, in: FS-Schütze unter Verweis auf Jakob, Initial Public Offerings, 1998, 341 sowie „SEC stoppt Handel mit Aktien im Internet“, Handelsblatt v. 25.3.1996, Nr. 60, S. 40.

40 Weber, MMR 1999, 385; Assmann, in: FS-Schütze, 15, 16.

41 Weber, MMR 1999, 385; Jäger, Aktiengesellschaft, § 54, Rn. 104.

42 Jäger, NZG 2000, 1049, 1053; Jäger, Aktiengesellschaft, § 54, Rn. 104.

43 Weber, MMR 1999, 385, Fn. 8. Beide Unternehmen waren Gegenstand staatsanwaltlicher Ermittlungsverfahren. Die Vorstände der Infomatec AG wurden zwischenzeitlich vom BGH, Urt. v. 19.7.2004, II ZR 402/02, BB 2004, 1816 f. zur Zahlung von Schadensersatz an geschädigte Anleger verurteilt.

44 IPO steht für Initial Public Offering. Hierunter versteht man das erstmalige öffentliche Anbieten von Aktien verbunden mit einer Börseneinführung.

jedoch kam es im Zeitraum von 1996 bis 1998 immerhin zu weltweit 150 Eigenemissionen, wovon ca. 10% auf den europäischen Raum entfielen<sup>45</sup>.

Wenig später wurden immer mehr virtuelle Emissionshäuser gegründet, die Fremdemissionen durchführen. Das erste dieser Art – Wit Capital – wurde ebenfalls von Andrew Klein gegründet und ist seit Mai 1999 an der NASDAQ gelistet<sup>46</sup>. Bis Mitte 2000 wurden von Wit Capital mehr als 200 Kapitalmarkttransaktionen via Internet durchgeführt. Auch in Deutschland kam es in den letzten Jahren zur Gründung virtueller Emissionshäuser. Diese bieten teilweise weder Konto- noch Depotführung an, sondern konzentrieren sich ausschließlich auf die Durchführung von Emissionen<sup>47</sup>. Andererseits hat aber auch die Deutsche Bank seit 1999 als erstes großes europäisches Kreditinstitut den Einstieg in den bisher von nationalen Pionierunternehmen geprägten Markt gewagt<sup>48</sup>. Ähnliche Tendenzen waren bereits vorher in den USA zu beobachten. Nach Auskunft des ehemaligen BAKred hat aber auch der graue Kapitalmarkt das Potential des Internets für sich nutzbar gemacht<sup>49</sup>. Der Missbrauch des Internets durch Anbieter dubioser Finanzprodukte oder Anbieter nicht-konzessionierter Bankgeschäfte und Finanzdienstleistungen sei allerdings nicht allein durch deutsche Unternehmen erfolgt, vielmehr seien Bankgeschäfte oder Finanzdienstleistungen auch aus dem Ausland, gezielt mit deutschsprachigen Websites, grenzüberschreitend angeboten worden<sup>50</sup>.

Im Jahre 2000 wurden Aktien mit einem Volumen von EUR 46 Mrd. emittiert, wovon 50% im Wege eines IPO begeben wurden<sup>51</sup>. In den folgenden beiden Jahren, die durch stark fallende Kursen an den Aktienmärkten geprägt waren, kam es zu einem erheblichen Einbruch der Emissionstätigkeit<sup>52</sup>. Bis Anfang Mai 2004, also für einen Zeitraum von achtzehn Monaten, kam es zu keiner Neuemission<sup>53</sup>. Im Zeitraum zwischen 2004 und 2008 war dann wieder eine verstärkte Emissionstätigkeit in Deutschland zu beobachten, die allerdings mit dem Ausbruch der Finanzkrise

---

45 Assmann, in: FS-Schütze, 15, 16, Fn. 5 m.w.N.; siehe zu weiteren Daten: Teodore D. Cocca, Der Schweizer Treuhänder, 2001, 1055 ff.

46 Weber, MMR 1999, 385.

47 So laut Weber, MMR 1999, 385 beispielsweise VEM Virtuelles Emissionshaus AG; siehe auch: „Internet-Emissionsbank VEM hat Zulauf“, FAZ Nr. 94 v. 20.4.2000, S. 27.

48 Weber, MMR 1999, 385.

49 BAKred, Jahresbericht 2000, 125.

50 BAKred, Jahresbericht 2000, 125.

51 Schäcker/Brehm, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, 2. Auflage, § 2, Rn. 2.

52 Jäger, Aktiengesellschaft, § 54, Rn. 105.

53 Kurz nach dem sehr kleinen IPO der MIFA Mitteldeutsche Fahrradwerke AG stellte die Emission der Wincor Nixdorf AG mit einem Volumen von EUR 362 Mio. den ersten bedeutenden IPO in Deutschland seit der Emission der AIG International Real Estate GmbH & Co. KGaA im Juli 2002 dar; Schäcker/Brehm, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, 2. Auflage, § 2, Fn. 2.

im Jahr 2008 praktisch zeitweilig zum Erliegen kam<sup>54</sup>. In den nachfolgenden Jahren handelte es sich bei einem Großteil der durchgeführten Emissionen um Kapitalerhöhungen mit Bezugsrecht, insbesondere im Bankensektor<sup>55</sup>. Dagegen war das Volumen von Neuemissionen eher gering. Auch kam es aufgrund schwieriger Marktverhältnisse zur Verschiebung von Börsengängen, so z.B. beim Börsengang von Evonik<sup>56</sup>.

Die größte Emission unter Verwendung des Internet stellte bisher der IPO der Google Inc. am 19.8.2004 dar. Es wurden 19,6 Millionen Aktien ausgegeben; die Preisspanne der Papiere betrug \$ 85 bis \$ 95 pro Aktie<sup>57</sup>. Die Aktie wurde im NASDAQ aufgenommen und hatte eine Erstnotiz von \$ 100,01<sup>58</sup>.

---

54 Siehe Schäcker/Kunze/Wohlgefahrt, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 3, Rn. 4 (Schaubild).

55 Siehe Schäcker/Kunze/Wohlgefahrt, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 3, Rn. 4.

56 Laut Schäcker/Kunze/Wohlgefahrt, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 3, Rn. 4.

57 <http://www.google-ipo.com> (Stand: 30.11.2013); Kuls, „Google bringt keinen Schub für Neuemissionen“, FAZ Nr. 198 v. 26.8.2004, S. 17.

58 <http://www.google-ipo.com> (Stand: 30.11.2013); Kuls, „Google bringt keinen Schub für Neuemissionen“, FAZ Nr. 198 v. 26.8.2004, S. 17.