



Arndt Franke

Zuteilungsansprüche bei Aktien-Neuemissionen

Inhaltsverzeichnis

1. Teil: Einleitung und Problemstellung	1
§ 1 Untersuchungsgegenstand und Zielsetzung	6
§ 2 Gang der Darstellung.....	8
2. Teil: Emissionsablauf und Zuteilung der neuen Aktien.....	11
§ 1 Wesentliche Schritte und Interessenlage bei einer Börsen- einführung	11
A. Entscheidung für einen Börsengang	13
I. Motive des Unternehmens	13
1. Wachstumsfinanzierung und Stärkung der Eigenkapitalbasis.....	13
2. Börseneinführung von Tochtergesellschaften	15
3. Sicherung der Unternehmensnachfolge.....	16
4. Ausstieg von Beteiligungsgesellschaften	16
5. Sonstige Motive.....	17
II. Herkunft der angebotenen Aktien	17
B. Selbst- oder Fremdemission.....	18
C. Auswahl und Bestellung eines Emissionskonsortiums	19
D. Abschluss eines Emissions- und Übernahmevertrages	21
I. Emissionsvertrag.....	21
II. Übernahmevertrag.....	21
1. Kommissionsweise Übernahme	22
2. Garantievertrag.....	22
3. Feste Übernahme	23
§ 2 Interessen und opportunes Verhalten bei einer Emission	23
A. Interessenlage der Emissionsbeteiligten	24
I. Emittent.....	24
II. Altaktionäre	26
III. Konsortialbank(en)	27
IV. Anleger.....	28
B. Erscheinungsformen und Folgen opportunistischen Verhaltens	29
I. <i>Spinning</i>	29

II. <i>Flipping</i>	30
III. <i>Laddering</i>	31
IV. <i>Aftermarket Tie-In Agreements</i>	31
V. Zusammenfassung und Beispiele für Ermittlungen	31
§ 3 Emissionspreisfindung bzw. Platzierung der Aktien	32
A. Festpreisverfahren.....	33
I. Begriffsbestimmung.....	34
II. Bewertung	34
B. Auktionsverfahren	35
I. Begriffsbestimmung.....	35
II. Bewertung	37
C. <i>Bookbuilding</i> -Verfahren	39
I. Begriffsbestimmung.....	39
1. <i>Pre-Marketing</i> -Phase.....	40
2. <i>Marketing</i> -Phase.....	41
3. <i>Order-Taking</i> -Phase	41
4. Stabilisierungsphase	44
II. Bewertung	44
D. Problem des <i>Underpricing</i>	45
I. Definition	46
II. Erklärungsansätze für <i>Underpricing</i>	47
1. <i>Winner's Curse</i> Modell von Rock (1986)	48
2. Problem der asymmetrischen Informations-	
verteilung (<i>Akerlof</i>)	50
a) Inhalt des Erklärungsmodells.....	50
b) Übertragung auf den Markt für Aktien-	
emissionen	51
3. <i>Signaling</i> -Theorie.....	52
4. Beschaffung bewertungsrelevanter Informationen	
durch Konsortialbanken	53
5. Monopolmacht der Konsortialbanken	54
6. Künstliche Erzeugung einer Übernachfrage.....	54
7. <i>Legal Liability</i> -Hypothese	55
III. Zusammenfassung.....	55
§ 4 Zuteilung bzw. Verteilung der neuen Aktien.....	56
A. Strategisches Verhalten der Anleger im Hinblick auf die	
Zuteilung.....	58
I. Majorisierung	58
II. Order-Streuung	59

B. Zuteilungsverfahren im Überblick	60
I. Windhund-Verfahren – chronologische Reihenfolge.....	62
II. Losverfahren	65
1. “Pro-Kopf”-Zuordnung mit unterschiedlichen Losgrößen.....	65
2. “Pro-Kopf”-Zuordnung mit einheitlicher Losgröße	67
3. Loszuordnung “Pro Antrag”	68
4. Variable Losgröße	69
III. Quotale Zuteilung	69
IV. Einheitszuteilung.....	72
V. Zuteilung nach Größenklassen	74
VI. Zuteilung nach sachgerechten Kriterien.....	78
C. Weitere Formen der Zuteilung	80
I. <i>Friends & Family</i> -Programme	80
II. <i>Free Retention</i>	81
3. Teil: Zuteilungs- und Schadensersatzansprüche bei Aktien-Neu- emissionen in Deutschland	83
§ 1 Vertragliche und gesetzliche Zuteilungsansprüche	84
A. Rechtsverhältnis Anleger – Emittent	84
I. Kaufvertrag über gezeichnete Aktien?	84
II. Bezugsrecht aus § 186 Abs. 1 AktG	85
III. Aktienrechtlicher Gleichbehandlungsgrundsatz aus § 53a AktG.....	87
IV. Analoge Anwendung des aktienrechtlichen Gleich- behandlungsgrundsatzes auf zukünftige Aktionäre.....	88
1. Analogievoraussetzungen.....	88
2. Vorauswirkung gesellschaftsrechtlicher Treuepflichten	89
a) Reichweite der Treuepflicht.....	90
aa) Literatur	90
bb) Rechtsprechung.....	91
b) Übertragbarkeit auf Anleger einer Aktien- Neuemission	92
aa) <i>Friends & Family</i> -Programm	92
bb) Geschäftliche oder vertragliche Bindung an den Emittenten	93
V. Zuteilungsanspruch aus § 33 Abs. 1 Nr. 2 BörsG.....	94
VI. Wertpapierrechtlicher Gleichbehandlungsgrundsatz aus § 30a Abs. 1 Nr. 1 WpHG.....	96

VII. Wettbewerbsrechtlicher Anspruch aus §§ 19, 33 GWB....	96
VIII. Kontrahierungszwang aus § 826 BGB – Zivilrechtliches Monopol.....	98
IX. Zuteilungsanspruch infolge Mitteilung eines bestimmten Zuteilungsverfahrens im Emissionsprospekt.....	100
X. Bewertung und Zwischenergebnis	101
B. Rechtsverhältnis Emittent – Konsortialbank.....	102
I. Emissionsvertrag als Vertrag zugunsten Dritter.....	103
1. „Rollenverteilung“ der Beteiligten	103
2. Auslegung des Vertrages / Vertragszweck	104
a) Volle Zuteilung.....	104
b) Aufteilung in Tranchen.....	105
c) Festlegung von Zuteilungskriterien/-verfahren....	105
d) <i>Friends & Family</i> -Programm	106
II. Übernahmevertrag als Vertrag zugunsten Dritter	107
III. Bewertung und Zwischenergebnis	109
C. Rechtsverhältnis Anleger – (Konsortial-)Bank	110
I. Kaufvertrag über gezeichnete Aktien.....	110
1. Öffentliches „Angebot“ der Konsortialbank	111
2. Zeichnungsantrag des Anlegers als Antrag nach § 145 BGB.....	112
a) Inhalt.....	112
b) Bindungswirkung des Antrags.....	113
aa) Bindungswirkung besteht.....	113
bb) Keine Bindungswirkung	113
3. Varianten der Annahme des Zeichnungsantrags durch die Bank	115
a) Vollständige Zuteilung	115
b) Vollständige Zuteilung auf einen Teil der Zeichnungsanträge (Auswahl)	116
c) Teilweise Zuteilung auf alle Zeichnungsanträge (Kürzung).....	116
aa) Keine Ablehnung verbunden mit neuem Antrag	116
bb) Vollständige Antragsannahme	117
d) Kombination von Auswahl und Kürzung	118
II. Konkrete Zuteilungszusage seitens der Bank.....	118
1. Rechtliche Einordnung der Zuteilungszusage	118
a) Abschluss eines Vorvertrages	118

b) Abschluss des Hauptvertrages	119
2. Bindungswirkung der Zuteilungszusage	119
III. Zuteilungsanspruch aus § 315 BGB.....	120
IV. Kontrahierungszwang aus § 826 BGB.....	120
V. Kartellrechtlicher Anspruch aus §§ 1, 33 GWB.....	121
VI. Wettbewerbsrechtlicher Anspruch aus §§ 19, 33 GWB..	122
VII. Wettbewerbsrechtlicher Anspruch aus §§ 20 Abs. 2, 33 GWB (Diskriminierungsverbot).....	123
VIII. Anspruch aus § 53a AktG (analog).....	124
D. Zusammenfassung und Bewertung	125
§ 2 Schadensersatzansprüche.....	126
A. Prospekthaftung des Emittenten und der Bank	126
I. Mögliche Anspruchsgrundlagen und Inhalt	126
1. Wertpapierrechtlicher Anspruch	126
2. Verschulden bei Vertragsverhandlungen.....	128
II. Schaden.....	130
1. Wiederherstellung des ursprünglichen Zustands	131
2. Unmöglichkeit/Unverhältnismäßigkeit der Wiederherstellung	131
a) Ausschluss der Minderheitsaktionäre	132
b) <i>Delisting</i>	132
c) Umwandlung	133
3. Höhe der Entschädigung in Geld.....	134
a) Verfahren der Mindestzuteilung	134
b) Losverfahren.....	135
c) Quotenverfahren	136
B. Rechtsverhältnis Emittent – Konsortialbank.....	138
I. Emissionsvertrag als Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter.....	138
1. Leistungsnähe des Dritten	138
2. Einbeziehungsinteresse des Gläubigers / Gläubignähe des Dritten.....	139
3. Erkennbarkeit für Schuldner.....	139
4. Schutzbedürftigkeit des Dritten	140
5. Rechtsfolge.....	140
II. Übernahmevertrag als Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter.....	140
C. Rechtsverhältnis Anleger – (Konsortial-)Bank	141
I. Anspruch aus Prospekthaftung.....	141
II. Missachtung einer konkreten Zuteilungszusage	142

1. Voraussetzungen	142
2. Schaden	143
III. Schadensersatzanspruch bei Gebührenerhebung der Bank ohne Zuteilung.....	144
1. Erster Ansatz: AGB unwirksam, da zu unbestimmt..	145
2. Zweiter Ansatz: Aufklärungspflichtverletzung der Bank	145
3. Entscheidung des Bundesgerichtshofes.....	146
4. Stellungnahme.....	147
IV. Schadensersatzanspruch aus § 823 Abs. 1 BGB	147
D. Zusammenfassung	148
§ 3 Zuteilungsansprüche aus anderen Rechtsinstituten	148
A. Anleger als schlichte Interessengemeinschaft.....	149
I. Allgemeine Definition.....	149
II. Diskussion der Rechtsfigur der schlichten Interessen- gemeinschaft	151
1. Herleitung.....	151
2. Einwände.....	152
III. Ausdehnung der Lehre von der schlichten Interessen- gemeinschaft auf (private) Zeichner einer Aktien- emission	154
B. Anwendbarkeit der Verteilungsrechtsprechung des Reichsgerichts („Zuckerrübensamenfall“)	158
I. Sachverhalt des „Zuckerrübensamenfalls“	159
II. Lösung des Reichsgerichts.....	159
III. Übertragbarkeit der Verteilungsrechtsprechung auf Aktien-Neuemissionen.....	160
1. Aktien einer Neuemission als Vorratsschuld.....	160
2. Vergleichbare Interessenlage.....	161
3. Anwendbarkeit des Rechtsgedankens im vorvertraglichen Bereich	162
C. Anwendbarkeit des allgemeinen Gleichheitssatzes.....	164
I. Gerechtigkeitsgrundsatz und allgemeiner Gleichheits- satz aus Art. 3 Abs. 1 GG.....	164
II. Ausstrahlung über Generalklauseln und auslegungs- bedürftige Rechtsbegriffe.....	166
§ 4 Anspruch auf gleichmäßige Berücksichtigung bei der Zuteilung	168
A. Anspruchsherleitung aus den §§ 31 Abs. 1 Nr. 2, Nr. 1 WpHG.....	170

I.	Anwendbarkeit auf Aktienemissionen	170
1.	Sachlicher Anwendungsbereich	170
2.	Zeichner einer Aktienemission als „Kunden“	171
II.	Bestehen eines Interessenkonflikts	173
1.	Zwischen Bank und Anlegern (vertikal)	173
2.	Innerhalb der Anlegerschaft (horizontal)	174
III.	Auslegung des unbestimmten Rechtsbegriffes „Bemühen“	175
1.	Sprachlich-grammatikalische Auslegung	175
2.	Systematische Auslegung	176
3.	Historische Auslegung	178
4.	Teleologische Auslegung	180
a)	Schutzzwecke der §§ 31 ff. WpHG	180
b)	Anlegerschutz im Rahmen des § 31 Abs. 1 WpHG	181
IV.	Interessenabwägung	182
1.	Innerhalb der Anlegerschaft	182
2.	Zwischen Konsortialbank(en) und Anleger	183
a)	Vorrang des Kundeninteresses	184
b)	Kein Kontrahierungszwang	185
c)	Keine allgemeine Gleichbehandlungspflicht	185
d)	Unterscheidung nach sachgerechtem Grund	186
V.	Inhalt des Anspruchs	188
1.	Aufklärung über Interessenkonflikt	188
2.	Allgemeine Pflicht zur Gleichbehandlung nur in Ausnahmefällen	189
3.	Anwendung sachgerechter Kriterien	192
a)	Zuteilungsverfahren	194
b)	Regionale Aspekte	195
c)	Bestehende Kundenbindung	195
d)	Wünsche des Emittenten	196
e)	Portfoliostruktur der Anleger	197
aa)	Risikoorientierung	197
bb)	Branchenschwerpunkt eines Portfolios	198
cc)	Größe eines Portfolios	198
f)	<i>Friends & Family</i> -Programme	199
VI.	Zusammenfassung	200
B.	Schadensersatzansprüche bei Missachtung des Gebots der gleichmäßigen Berücksichtigung bei der Zuteilung	201
I.	Anspruch aus <i>culpa in contrahendo</i>	202

1. Schuldverhältnis	202
2. Pflichtverletzung der Bank	202
3. Schadensberechnung	203
II. Anspruch aus § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. §§ 31 Abs. 1 Nr. 2, Nr. 1 WpHG.....	204
1. Voraussetzungen von § 823 Abs. 2 BGB	204
2. Umfang des Schadensersatzes aus § 823 Abs. 2 BGB ..	205
§ 5 Ergebnis und Bewertung	205
4. Teil: Rahmenbedingungen für Aktien-Neuemissionen in anderen Rechtsordnungen an den Beispielen USA und Großbritannien	207
§ 1 USA	208
A. Allgemeiner Ablauf einer Börseneinführung.....	208
I. Motive deutscher Unternehmen für einen Börsengang in den USA.....	209
II. Stufen einer Börseneinführung	211
B. Zuteilungsregeln und Publizitätspflichten für Neuemissionen ..	212
I. Wertpapieraufsicht für Aktien-Neuemissionen.....	212
1. <i>Securities and Exchange Commission</i> (SEC).....	212
2. <i>Financial Industry Regulatory Authority</i> (FINRA) ...	213
II. Zuteilungsregeln für Neuemissionen	213
III. <i>Securities Act of 1933</i> (Ausgabe von Wertpapieren)	215
IV. <i>Securities Exchange Act of 1934</i> (Handel von Wert- papieren)	217
C. Anwendung modifizierter Auktionsverfahren	218
I. Holländisches Auktionsverfahren	218
II. Amerikanisches <i>OpenIPO Auction-System</i>	219
III. Bewertung.....	219
D. Regulatorische Reformbemühungen in den USA	221
§ 2 Großbritannien.....	224
A. Allgemeiner Ablauf einer Börseneinführung.....	224
B. Angewandte Platzierungsverfahren	224
I. Einzelne Verfahren im Überblick	225
1. <i>Placings</i>	225
2. <i>Public Offers</i>	225
3. Hybrids.....	226
II. Regeln zur Auswahl eines Verfahrens	226
C. Regulatorische Reformbemühungen in Großbritannien	226
I. Die Wertpapieraufsichtsbehörde <i>Financial Services Authority</i> (FSA)	226

II.	Vorschlag neuer Zuteilungsstandards durch FSA <i>Consultation Paper</i> 171 und 205	227
§ 3	Zusammenfassung und Bewertung.....	228
5. Teil:	Reformperspektiven und Rechtsvergleichung.....	231
§ 1	Verpflichtung zu marktbezogenem Bewertungsverfahren	232
A.	Angewandte Bewertungsverfahren im Überblick	233
I.	<i>Cash-flow</i> -Verfahren.....	233
II.	Ersatz des <i>Cash-flow</i> durch den EBDIT-Wert pro Aktie.....	233
III.	<i>Discounted Cash-flow</i> -Verfahren.....	234
IV.	Kurs-Gewinn-Verhältnis.....	235
B.	Probleme im Hinblick auf Neuemissionen	237
C.	Selbstheilungskräfte des Marktes.....	239
§ 2	Änderung bestehender Emissionspreisfindungs- bzw. Platzierungsverfahren	241
A.	Verkürztes <i>Bookbuilding</i>	242
B.	Flexible Preisgrenzen beim <i>Bookbuilding</i> -Verfahren.....	243
I.	Änderung der Preisspanne im laufenden <i>Bookbuilding</i> - Verfahren	244
II.	Ausdehnung der Preisspanne	246
III.	Keine Preisobergrenze	247
C.	Modifiziertes Auktionsverfahren	247
D.	Berücksichtigung des vorbörslichen Handels bei der Preis- findung.....	248
E.	Privatplatzierung der institutionellen Tranche	250
§ 3	Verpflichtung zu bestimmten Zuteilungs- bzw. Verteilungs- methoden	250
A.	Qualitatives Zuteilungsverfahren.....	251
I.	Verfahren	251
II.	Zuteilungsbeispiele	252
III.	Bewertung.....	254
B.	Ausgestaltungsmöglichkeiten der Verteilung	258
I.	Zuteilung nach sachgerechten Kriterien.....	258
II.	Begrenzung von <i>Friends & Family</i> -Programmen.....	261
1.	Kein Verbot.....	261
2.	Prozentuale Begrenzung gemessen am Emissionsvolumen	261
III.	Keine Bevorteilung von Mitarbeitern der Banken	263

IV. Beachtung bestimmter Verteilungsschlüssel.....	264
1. Mindestzuteilungsmenge.....	265
2. Gleichverteilung	266
3. Einheitliche und uneinheitliche Repartierung	267
4. Ergebnis.....	269
C. Überwachung der Zuteilung	269
I. <i>Monitoring</i> durch Dritte	270
II. Zuteilungsverfahren unter notarieller Aufsicht	270
§ 4 Anlegerschutz durch Verschärfung der	
Publizitätsvorschriften	273
A. Anregungen aus den USA und Großbritannien	275
B. Deutsche Umsetzung der Europäischen Prospektrichtlinie	276
I. Zweck der Richtlinie.....	276
II. Wesentlicher Inhalt	277
III. Vorabbewertung.....	278
C. Informationelle Chancengleichheit	278
I. Inhalt	279
1. Offenlegung von Interessenkonflikten und über	
Zuteilung der Aktien	280
2. Rechtzeitige Veröffentlichung des Wertpapier-	
prospektes.....	281
3. Wesentliche Mindestangaben nach § 7 WpPG	
i.V.m. der europäischen Prospektverordnung.....	282
a) Umfang der <i>Friends & Family</i> -Tranche.....	282
b) Zuteilungsquote für institutionelle Anleger	284
c) Zuteilungsmethode bei Überzeichnung	285
II. Zeitpunkt der Offenlegungspflicht.....	286
III. Art und Ort der Regelung.....	287
IV. Durchsetzung	290
§ 5 Zusammenfassung und Bewertung.....	291
6. Teil: Schlussbetrachtung.....	299
Literaturverzeichnis	303