

# Inhaltsübersicht

Vorwort .....	VII
Inhaltsverzeichnis .....	XI
Abkürzungsverzeichnis .....	XXXIV
§ 1 <i>Einleitung</i> .....	1
A. Untersuchungsgegenstand .....	5
B. Quellen des Rechts .....	18
C. Rechtshistorische Grundlagen .....	59
D. Grundlagen zur Entwicklung der arabischen Kapitalmärkte ....	70
Teil I: Ägypten .....	83
§ 2 <i>Eigenkapitalfinanzierung</i> .....	83
A. Rechtsgrundlagen der kapitalmarktorientierten Eigenkapitalfinanzierung .....	83
B. Erstmaliges öffentliches Angebot von Aktien .....	91
C. Folgeemissionen .....	292
D. Ergebnis der Untersuchung von Aktienemissionen in Ägypten .....	412
§ 3 <i>Fremdkapitalfinanzierung</i> .....	416
A. Bestimmung der untersuchten Fremdkapitalformen .....	417
B. Rechtsgrundlagen der aktienrechtlichen Fremdfinanzierungsinstrumente .....	425
C. Institutionelle Probleme als Ursachen der Illiquidität des ägyptischen Fremdkapitalmarkts .....	429
D. Typologie des formellen Fremdkapitals im ägyptischen Aktienrecht .....	441

E. Allgemeine gesellschaftsrechtliche Voraussetzungen .....	477
F. Gremienbeschluss .....	480
G. Anleihebedingungen .....	490
H. Emissionsverfahren .....	535
I. Sicherung und Bedienung von Wandlungsrechten .....	559
J. Schutz der Anleihegläubiger .....	563
K. Ergebnis der Untersuchung von Anleihe- und Hybridemissionen in Ägypten .....	591
<b>Teil II: Vereinigte Arabische Emirate, Saudi-Arabien und Jordanien.....</b>	<b>593</b>
<b>§ 4 Vorfragen.....</b>	<b>593</b>
A. Rechtsgrundlagen .....	593
B. Investitionsbeschränkungen für ausländische Kapitalgeber ...	596
<b>§ 5 Eigenkapitalfinanzierung.....</b>	<b>598</b>
A. Erstmaliges öffentliches Angebot von Aktien .....	598
B. Folgeemissionen .....	667
<b>§ 6 Fremdkapitalfinanzierung.....</b>	<b>688</b>
A. Verfügbarkeit hybrider Kapitalformen .....	689
B. Allgemeine Voraussetzungen der Anleiheemission .....	692
C. Anleihebedingungen .....	695
D. Emissionsverfahren und -publizität .....	718
E. Begründung der Rechte aus der Schuldverschreibung .....	719
F. Bedienung der Umtauschrechte .....	720
G. Stellung der Anleihegläubiger .....	721
<b>§ 7 Resümee zur rechtsvergleichenden Untersuchung .....</b>	<b>726</b>
<b>Zusammenfassung der Ergebnisse in Thesen .....</b>	<b>729</b>
<b>Literatur- und Quellenverzeichnis .....</b>	<b>751</b>
<b>Sachverzeichnis .....</b>	<b>791</b>

# Inhaltsverzeichnis

Vorwort.....	VII
Inhaltsübersicht.....	IX
Abkürzungsverzeichnis .....	XXXIV
<b>§ 1 Einleitung.....</b>	<b>1</b>
A. Untersuchungsgegenstand .....	5
I. Die Regulierung von Kapitalmarktemissionen in den modernen arabischen Aktien- und Kapitalmarktrechtsordnungen .....	5
1. Eigenkapitalfinanzierung .....	8
a) Differenzierung zwischen unterschiedlichen Emissionstypen .....	8
b) Funktionen des Rechts .....	9
aa) Erhöhung der Transaktionskosten- und Allokationseffizienz .....	9
bb) Minderheitsschutz .....	10
cc) Anlegerschutz.....	10
2. Fremdkapitalfinanzierung.....	11
3. Hybride Kapitalfinanzierung .....	12
4. Ausblendung strukturierter und islamischer Finanzierungsinstrumente.....	12
II. Regionale Eingrenzung.....	14
1. Ägypten.....	14
2. Vereinigte Arabische Emirate .....	16
3. Saudi-Arabien .....	17
4. Jordanien.....	17
B. Quellen des Rechts.....	18

I. Ausgangspunkt: Positives Recht.....	18
II. Bedeutung des islamischen Rechts.....	18
1. Verfassungsrechtliche Ebene .....	19
2. Einfachgesetzliche Ebene .....	21
a) Ägypten, Vereinigte Arabische Emirate und Jordanien .....	21
b) Saudi-Arabien .....	24
III. Gelebtes Recht .....	25
1. Akzeptanz des positiven Rechts im arabischen Raum .....	27
a) Perspektiven auf das positive Recht .....	27
aa) Positives Recht als Ausdruck einer <i>liberal legality</i> .....	27
bb) Positives Recht als Instrument der Beherrschung.....	28
b) Ursachen des Rechtsdualismus.....	29
aa) Funktionelle Interpretation des positiven Rechts.....	29
bb) Komplexität und kulturelle Distanz als Eintrittshürde und Anwendungshindernis.....	31
cc) Politische Faktoren.....	32
2. Rezeption des romanischen Vermögensrechts.....	33
a) Ursachen der Rezeption .....	33
aa) Ausländische Herrschaft.....	33
bb) Modernitätsstreben .....	36
cc) Technizität der Lebenssachverhalte.....	36
dd) Komplementarität und Kontinuität.....	38
ee) Autonome Faktoren .....	39
b) Adaptionen .....	40
aa) Bedeutung .....	40
bb) Zivilrecht.....	41
cc) Unternehmensrecht.....	43
3. Rechtskultur als Hindernis der Rezeption im Unternehmensrecht? .....	44
4. Probleme der Rechtsdurchsetzung .....	50
a) Rollenverteilung zwischen Gerichten und Aufsichtsbehörden .....	50
b) Ursachen der Ineffizienz der gerichtlichen Rechtsdurchsetzung .....	51
c) Kompensation der Effizienzprobleme durch die Aufsichtsbehörden .....	55
5. Interdependenz von Normativität und Faktizität .....	56

C. Rechtshistorische Grundlagen .....	59
I. Historie des ägyptischen Aktienrechts .....	60
1. Die Epoche der gemischten Gerichte .....	60
2. Ägyptisierung und die Ära Nasser .....	61
3. <i>Infatih</i> .....	64
4. Entstehung einer Kapitalmarktgesetzgebung .....	66
II. Vereinigte Arabische Emirate, Saudi-Arabien und Jordanien .....	67
D. Grundlagen zur Entwicklung der arabischen Kapitalmärkte .....	70
I. Eigenkapitalmarkt .....	70
1. Ägypten .....	70
2. Vereinigte Arabische Emirate, Saudi-Arabien und Jordanien .....	73
II. Fremdkapitalmarkt .....	76
1. Ägypten .....	77
2. Vereinigte Arabische Emirate, Saudi-Arabien und Jordanien .....	79
III. Der Markt für hybride Finanzierungsinstrumente .....	81
Teil I: Ägypten .....	83
§ 2 Eigenkapitalfinanzierung .....	83
A. Rechtsgrundlagen .....	83
I. Grundsätzliches zur Regelungstechnik des ägyptischen Gesetz- und Verordnungsgebers .....	83
1. Begriffsbildung .....	84
2. Systembildung .....	85
3. Prinzipienbildung .....	87
II. Verfassungsrecht .....	88
III. Gesellschaftsgesetz .....	88
IV. Kapitalmarktgesetz .....	89
B. Erstmaliges öffentliches Angebot von Aktien .....	91
I. Erscheinungsformen des <i>initial public offering</i> .....	92

1. Unterscheidung nach der Emissionsstruktur.....	92
a) <i>Primary initial public offering</i> .....	92
b) <i>Secondary initial public offering</i> .....	93
c) <i>Secondary initial public offering</i> mit anschließender Kapitalerhöhung.....	93
2. Unterscheidung nach Aktientranchen.....	95
II. Gremienbeschlüsse .....	97
1. Art der Kapitalerhöhung.....	98
2. Hauptversammlungsbeschluss .....	100
a) Zuständigkeit .....	100
b) Verfahren .....	100
aa) Ladung .....	100
bb) Beschlussfähigkeit.....	101
cc) Mehrheit.....	101
3. Sonderbeschluss der Vorzugsaktionäre .....	102
4. Mindestvorgaben des Hauptversammlungsbeschlusses .....	103
a) Grundsatz der Finanzhoheit der Hauptversammlung.....	104
b) Zulässigkeit von Höchstgrenzen.....	106
5. Zwischenergebnis.....	106
III. Bedingungen der Kapitalerhöhung.....	107
1. Emissionsvolumen und der Grundsatz der vollständigen Zeichnung .....	107
2. Bestimmung der Aktienart und -gattung .....	109
a) Aktienart.....	109
b) Aktiengattung .....	110
3. Bezugsrecht und Bezugsrechtsausschluss .....	113
a) Bedeutung.....	113
b) Rechtsgrundlage und Voraussetzungen des Bezugsrechts.....	114
aa) Gesetzliches oder dispositives statutarisches Bezugsrecht? .....	114
bb) Vorliegen einer Barkapitalerhöhung.....	118
c) Bezugsrechtsausschluss.....	119
aa) Vorliegen eines öffentlichen Angebots .....	119
bb) Verzichtslösung hinsichtlich der institutionellen Tranche .....	121
d) Zwischenergebnis.....	123

4. Festsetzung des Ausgabebetrags .....	124
a) Der angemessene Wert als Maßstab der Ausgabekurskontrolle .....	128
aa) Das Nettoreinvermögen als Bewertungsmaßstab i.S.v. Art. 17 S. 1 VOKMG a.F.....	128
bb) Die methodenoffene Anwendung des Art. 17 Abs. 1	
S. 1 VOKMG durch die Finanzaufsicht .....	130
cc) Die Öffnung des Angemessenheitsbegriffs durch die Kapitalmarktrechtsreform 2007.....	131
dd) Verfahren.....	132
b) Die Zulässigkeit von Abweichungen vom angemessenen Wert .....	133
aa) Verbot von Preisaufschlägen zum Schutz der Anleger?.....	134
(1) Auffassung der Finanzaufsicht und Literatur.....	134
(2) Systematische Rechtfertigung .....	135
(3) Historisch-vergleichende Betrachtung .....	137
bb) Verbot von Preisabschlägen zum Schutz der Aktionäre?.....	137
(1) Gesellschaftsrechtlicher <i>iustum pretium</i> -Grundsatz .....	137
(2) Teleologische Reduktion beim <i>initial public offering</i> .....	138
c) Verfahren der Ausgabekursfestsetzung .....	140
aa) Festpreisverfahren .....	141
bb) Marktorientierte Preisfestsetzung durch Bookbuilding.....	142
(1) Verfahrensablauf.....	143
(2) Preisfestsetzung .....	147
(3) Underpricing-Phänomen .....	148
d) Schlussfolgerungen für die aktienrechtliche Ausgabekontrolle .....	152
aa) Anlegerschutz.....	152
(1) Börsenkurs als ökonomisch vorgegebener Maßstab der Ausgabekurskontrolle .....	153

(2) Problematik der Blasenbildung auf dem Sekundärmarkt.....	156
(3) Eingriff in die Unternehmensbewertung als Kompensationsmechanismus.....	159
(4) Überbewertung der Aktie als irreführendes Kaufsignal .....	161
(5) Unvereinbarkeit mit dem Gesellschaftsinteresse .....	162
(6) Lösungsvorschlag .....	165
bb) Aktionärsschutz.....	165
(1) Beschlusskontrolle .....	165
(2) Haftung des Verwaltungsrats.....	167
e) Zusammenfassung.....	169
5. Marktschutzvereinbarungen.....	170
6. Sonstige Voraussetzungen der Kapitalerhöhung.....	170
a) Durchführungsfrist.....	170
b) Subsidiarität der Kapitalerhöhung .....	171
IV. Aufsichtsrechtliches Genehmigungsverfahren .....	172
1. Der Weg vom Konzessionssystem in Richtung Normativsystem .....	173
a) Die Entwicklung des normativierten Konzessionssystems .....	173
b) Die Entwicklung bis zum normativen Notifizierungsverfahren .....	176
c) Die rechtstatsächliche Beibehaltung des normativierten Genehmigungserfordernisses.....	179
2. Chronologie des Verwaltungsverfahrens .....	180
a) Verfahren zwischen Hauptversammlungsbeschluss und Zeichnungsperiode .....	181
aa) Pflichten auf Grundlage des Gesellschaftsgesetzes .....	181
bb) Pflichten auf Grundlage des Kapitalmarktgesetzes....	181
b) Verfahren nach dem Ende der Zeichnungsfrist und vor der Satzungsänderung .....	184
aa) Genehmigung der Zeichnung durch die Finanzaufsicht .....	184
bb) Genehmigung der Satzungsänderung durch die GAFI .....	184

c) Verfahren nach der Genehmigung der Satzungsänderung .....	186
d) Besonderheiten beim <i>secondary offering</i> mit anschließender Kapitalerhöhung .....	187
3. Bewertung der behördlichen Kapitalerhöhungskontrolle als Instrument des Funktions- und Individualschutzes .....	187
a) Effizienz der präventiven Rechtmäßigkeitskontrolle.....	187
aa) Kosten .....	187
bb) Vorzüge .....	189
b) Normativiertes Konzessionssystem vs. Notifizierungsverfahren .....	191
4. Zwischenergebnis .....	192
V. Prospektpflichten .....	193
1. Prospektpflichten aufgrund des öffentlichen Angebots von Aktien.....	196
a) Grundsätzliches.....	196
b) Voraussetzungen der Prospektpflicht .....	198
aa) Vorliegen eines Angebots.....	198
(1) Definition und Reichweite .....	198
(2) Analoge Anwendung auf <i>secondary offerings</i> ....	201
bb) Angebot an die Öffentlichkeit.....	201
(1) Erweiterte Auslegung des Bestimmtheitsbegriffs .....	201
(2) Problematik des Fehlens einer Börseneinführungspublizität .....	203
cc) Ausnahme sog. Private Placements von der Prospektpflicht .....	204
(1) Systematische Einordnung .....	206
(2) Rechtsfolgen .....	207
c) Inhalt des Prospekts .....	208
aa) Allgemeine Angaben .....	208
bb) Preisbestimmungen.....	209
d) Auswirkungen auf das Bookbuilding-Verfahren .....	210
e) Rechtsvergleichende Einordnung .....	215
2. Prospekthaftung.....	216
a) Rechtsgrundlage.....	217
b) Prospektverantwortliche.....	218

c) Haftungsvoraussetzungen.....	220
d) Unwirksamkeit eines Haftungsausschlusses .....	221
3. Zwischenresümee .....	222
<b>VI. Rechtsfragen der Zeichnung .....</b>	<b>223</b>
1. Rechtsnatur der Zeichnung .....	224
a) Vertragstheorie vs. <i>engagement unilateral</i> .....	224
b) Qualifikation des Vertragstyps.....	225
2. Zustandekommen des Zeichnungsvertrags .....	226
a) Emissionsprospekt als Angebot der Gesellschaft auf Abschluss des Zeichnungsvertrags .....	226
b) Zeichnung als Angebot der Zeichner auf Abschluss eines Zeichnungsvertrags .....	229
3. Form.....	232
4. Inhalt.....	232
5. Mängel im Zeichnungsvertrag .....	233
6. Erbringung der Einlage.....	235
7. Dauer der Zeichnungsperiode .....	236
8. Zuteilung, Überzeichnung und Repartierung.....	236
a) <i>Retail</i> -Tranche .....	237
b) Institutionelle Tranche.....	239
c) Tranchenbezogene <i>claw back</i> -Klausel .....	244
9. Zwischenergebnis .....	244
<b>VII. Wirksamkeit der Kapitalerhöhung und Abschluss des Emissionsverfahrens .....</b>	<b>245</b>
1. Zeitpunkt der Wirksamkeit der Kapitalerhöhung.....	245
a) Wirksamkeit der Gesellschaftsgründung und Entstehung der juristischen Person .....	246
b) Konsequenzen für die Wirksamkeit der Kapitalerhöhung.....	247
2. Registrierung der dematerialisierten Aktien bei der MCDR.....	249
3. Voraussetzungen der Börsennotierung .....	250
a) Mindestquote für öffentlich angebotene Aktien .....	250
b) Mindestkapital und Ertragsvoraussetzungen.....	251
c) Börsennotierung neu gegründeter Holding- Gesellschaften.....	252

<b>VIII. Kursstabilisierung .....</b>	<b>253</b>
1. Funktionsweise und Modelle der Kursstabilisierung .....	253
a) Greenshoe .....	254
b) Reverse Greenshoe .....	256
c) Ägyptische Variante der Kursstabilisierung .....	257
2. Wirkung der Kursstabilisierung .....	259
3. Gründe für die Kursstabilisierung .....	259
a) <i>Ad hoc</i> -Erklärungsansätze .....	259
b) Informationsasymmetrien .....	260
c) <i>Agency</i> -Konflikte .....	261
d) Institutioneller Erklärungsansatz .....	261
e) <i>Agency</i> -Konflikte zwischen Emittenten und Emissionsbanken .....	262
f) Schlussfolgerungen für die ägyptische Variante der Kursstabilisierung .....	262
4. Rechtliche Beurteilung der Kursstabilisierung .....	264
a) Bereitstellung der Aktien .....	264
b) Durchführung von Stützkäufen .....	265
aa) Die Regelung des Erwerbs eigener Aktien im ägyptischen Aktienrecht .....	265
bb) Kursstabilisierung durch Reverse Greenshoe als Erwerb eigener Aktien .....	269
(1) Entsprechende Anwendung auf Umgehungssachverhalte .....	269
(2) Konkrete Anwendung auf Stabilisierungsmaßnahmen .....	271
cc) Verstoß gegen das Verbot der Kursmanipulation .....	272
c) Rückführung und Verwertung der Aktien .....	275
5. Zwischenergebnis .....	275
<b>IX. Die Rolle und Rechtsposition der Emissionsbanken .....</b>	<b>275</b>
1. Emissions- und Konsortialformen auf dem ägyptischen Emissionsmarkt .....	275
a) Verbot der Selbstemission bei öffentlichen Angeboten ....	276
b) Verlagerung des Platzierungsrisikos auf die Emissionsbanken .....	277

c) Garantierte Absatzvermittlung als ägyptisches Underwriting-Modell .....	278
d) Konsortienbildung.....	281
2. Ausgestaltung des Absatzvermittlungsvertrags .....	282
a) Rechtsnatur.....	282
b) Vertragsparteien .....	284
c) Form .....	287
d) Inhalt .....	288
e) Haftungsfreistellungen .....	289
3. Zusammenfassung .....	290
X. Resümee zur Regulierung von Börsengängen .....	291
C. Folgeemissionen .....	292
I. Formen und Grundfragen der Folgeemission.....	292
1. Bezugsrechtsemission, Platzierung am Markt oder beides? .....	293
2. Die <i>rights offer</i> -Frage als ungelöstes Paradox .....	295
a) Entwicklung des Bezugsrechts .....	295
b) Entstehung der <i>rights offer</i> -Diskussion in den USA .....	296
c) Aufgreifen der <i>rights offer</i> -Diskussion durch die deutsche Literatur .....	298
d) Ungelöstheit des <i>rights offer</i> -Paradox .....	299
3. Konkretisierung der juristischen Fragestellung im rechtsvergleichenden Kontext.....	302
a) Ermessenfreier Bezugsrechtsausschluss .....	302
b) Mitgliedschaftsrechtlicher Ansatz .....	305
4. Bestandsaufnahme ägyptischer Folgeemissionen .....	307
a) Rechtlicher Rahmen.....	307
b) Empirischer Befund .....	309
c) Gang der Untersuchung.....	309
II. Reine Bezugsrechtsemissionen ohne Übernahmegarantie.....	310
1. Kapitalerhöhungsbeschluss.....	310
a) Genehmigte Kapitalerhöhung .....	310
b) Problematik der Stimmrechtsbeschränkung .....	313
2. Bedingungen der Bezugsrechtsemission .....	315
a) Bezugsrecht .....	315

aa) Bestehen einer satzungsmäßigen Bezugsrechtsklausel .....	315
bb) Wert des Bezugsrechts und Implikationen für den Aktienkurs.....	315
b) Preisfestsetzung .....	317
c) Stillhalteperiode und Notwendigkeit von <i>deep discounts</i> .....	318
3. Die Problematik des faktischen Teilnahmefzwangs .....	321
a) Historischer Exkurs: Unzureichende Möglichkeiten der Bezugsrechtsverwertung .....	321
aa) Faktische Hürden der Bezugsrechtsveräußerung .....	323
bb) Schwierigkeiten der <i>operation blanche</i> .....	324
cc) Vorliegen eines faktischen Teilnahmefzwangs? .....	326
b) Einführung eines börslichen Bezugsrechtshandels.....	329
c) Bezugsrechtshandel bei illiquiden Titeln .....	329
aa) Tatsächliche Möglichkeit der Veräußerung .....	329
bb) Begrenzung der Verwässerung .....	331
4. Nachbezugsverfahren .....	334
a) Bestehen eines Nachbezugsrechts .....	334
b) Problematik der Unterbewertung im Nachbezugsverfahren .....	336
c) Würdigung .....	337
5. Fehlbewertung der Aktie ex Bezugsrecht am Sekundärmarkt .....	338
6. Publizitätspflichten bei Bezugsrechtsemissionen .....	341
7. Die Zeichnung von Aktien bei der Bezugsrechtsemission ....	344
8. Zwischenresümee .....	345
III. Direktplatzierungen .....	346
1. Art der Kapitalerhöhung .....	347
2. Bezugsrechtsausschluss .....	349
a) Tatbestand .....	349
aa) Formelle Voraussetzungen des Bezugsrechtsausschlusses .....	349
bb) Vorliegen eines öffentlichen Angebots .....	350
cc) Bestehen eines wichtigen Grundes.....	351
b) Würdigung des zwingenden Bezugsrechts .....	353
aa) Kosten .....	353

(1) Angebote an das Publikum.....	354
(2) Privatplatzierungen am Kapitalmarkt .....	355
(3) Strategische Platzierungen .....	356
bb) Systematischer Widerspruch.....	358
c) Reformvorschlag.....	360
aa) Prämisse: Aufrechterhaltung des Schutzniveaus.....	360
bb) Ausschluss der Aktionäre von der Zuteilung.....	360
3. Festsetzung des Ausgabekurses .....	363
a) Ausgabekursfestsetzung <i>de lege lata</i> .....	364
aa) Börsenkurs als angemessener Wert .....	364
(1) Rechtsgrundlage .....	364
(2) Liquidität.....	367
(3) Informationseffizienz.....	368
(4) Rechtsvergleichende Betrachtung.....	372
(5) Würdigung.....	374
bb) Festsetzung des Ausgabebetrags auf Grundlage des angemessenen Werts.....	375
(1) Verbot von Preisabschlägen.....	375
(2) Stillhaltefrist .....	376
(3) Würdigung .....	377
cc) Verbot der Unterpari-Emission .....	380
b) Reformmöglichkeiten .....	381
aa) Vorüberlegungen .....	381
(1) Zu berücksichtigende Platzierungsformen .....	381
(2) Differenzierung zwischen öffentlichen und privaten Angeboten .....	383
(3) Berücksichtigung der Vorgaben des aufsichtsrechtlichen Genehmigungsverfahrens ..	385
bb) Ausgabekurskontrolle durch Begrenzung des Preisabschlags mittels eines Prozentsatzes .....	386
(1) Flexibilisierung der Preisfestsetzung .....	386
(2) Verkürzung der Stillhaltefrist .....	387
(3) Entwurf einer Ausgabekurskontrolle .....	390
(4) Zulässigkeit des Bookbuilding .....	391
cc) Begrenzung des Preisabschlags mittels normativer Instrumente .....	392
(1) Ermittlung des angemessenen Werts.....	392

(2) Entwicklung eines materiellen Überprüfungsmaßstabs.....	393
(3) Stillhaltefristen .....	394
4. Publizitätspflichten.....	395
5. Zwischenergebnis.....	396
<b>IV. Bezugs- und Vorerwerbsrechtsemissionen mit Übernahmegarantie (<i>standby offerings</i>) .....</b>	<b>398</b>
1. Bezugsrechtsemissionen .....	399
a) Zulässigkeit.....	399
b) Umgehungsstrategien in der ägyptischen Kapitalmarktpraxis.....	400
c) Aktuelle Entwicklungen.....	401
d) Würdigung .....	402
2. Vorerwerbsrechtsemissionen.....	404
a) Ausnahmen vom Grundsatz des zwingenden Bezugsgrechts .....	404
aa) Regelfall: Einräumung eines Vorerwerbsrechts .....	404
bb) Sonderfall: Gewährung eines partiellen Ausgleichs? .....	407
cc) Sonderfall: Gefährdung der Kapitalmarktstabilität....	408
b) Ausgabekurs .....	409
c) Würdigung .....	409
3. Zwischenergebnis .....	410
<b>V. Resümee zur Regulierung von Folgeemissionen.....</b>	<b>411</b>
<b>D. Ergebnis der Untersuchung von Aktienemissionen in Ägypten....</b>	<b>412</b>
<b>§ 3 Fremdkapitalfinanzierung .....</b>	<b>416</b>
A. Einordnung der untersuchten Fremdkapitalformen .....	417
I. Formelles Fremdkapital und seine Erscheinungsformen.....	417
1. Einbeziehung hybrider Finanzierungsinstrumente.....	418
2. Ausblendung islamischer Kapitalmarktpapiere ( <i>sukûk</i> ).....	421
II. Differenzierung zwischen kapitalmarktfähigen Fremdkapitaltiteln und nicht kapitalmarktfähigem Fremdkapital.....	423
B. Rechtsgrundlagen.....	425

I. Obligationenrecht.....	425
II. Gesellschaftsgesetz .....	425
III. Gesetz über Investmentgesellschaften .....	426
IV. Kapitalmarktgesetz.....	427
 C. Institutionelle Probleme als Ursachen der Illiquidität des ägyptischen Fremdkapitalmarkts .....	429
I. Primärmarkt.....	430
1. Dominanz von Geschäftsbanken .....	430
2. Unzureichende Verzinsung für Nichtbanken-Investoren.....	431
3. Zufriedenheitseffekte auf Emittentenseite .....	432
4. Unzureichende Erfahrung mit festverzinslichen Kapitalmarktprodukten .....	434
II. Sekundärmarkt.....	435
1. Illiquidität des Sekundärmarkts .....	435
2. Kontinuierliches ordergetriebenes Handelssystem .....	436
3. Market Making durch lizenzierte Anleihehändler.....	436
4. Neuregulierung des Market Making als Kapitalmarktaktivität i.S.d. KMG .....	439
III. Fazit .....	441
 D. Typologie des formellen Fremdkapitals im ägyptischen Aktienrecht .....	441
I. Reichweite der Vertragsfreiheit im Finanzverfassungsrecht der ägyptischen Aktiengesellschaft .....	443
1. <i>Numerus clausus</i> der Fremdfinanzierungsinstrumente im romanischen Rechtskreis .....	443
2. Standpunkt der arabischen Gesetzgeber .....	447
a) Ägypten .....	447
b) Jordanien .....	449
3. Schuldverschreibungen mit Gewinnbeteiligung in der arabischen Literatur.....	450
4. Schuldverschreibungen mit Gewinnbeteiligung in der Aufsichtspraxis.....	451
a) Entscheidung des kuwaitischen Justizministeriums .....	451
b) Vereinigte Arabische Emirate .....	452

c) Saudi-Arabien .....	454
5. Fazit .....	456
II. Kapitalvergütung .....	457
1. Nominale Vergütung .....	458
a) Feste Verzinsung .....	458
b) Variable Verzinsung .....	458
2. Effektive Vergütung .....	459
a) Beteiligung am laufenden Ergebnis .....	459
b) Beteiligung an Wertveränderungen des Gesellschaftsvermögens .....	461
III. Kapitalüberlassungsdauer .....	462
1. Überlassung der Kapitalsubstanz .....	462
a) Ewige Anleihen .....	463
b) Pflichtwandelanleihen .....	467
2. Überlassung der laufenden Vergütung .....	468
IV. Kapitalrang .....	469
V. Wandlungsfähigkeit des Kapitals .....	471
1. Umtausch von Fremd- in Eigenkapitaltitel .....	471
2. Bezugsrechte auf Eigenkapitaltitel .....	472
VI. Hybride Finanzierungsinstrumente im ägyptischen Bilanz- und Bankaufsichtsrecht .....	473
VII. Zwischenergebnis .....	476
E. Allgemeine gesellschaftsrechtliche Voraussetzungen .....	477
I. Subsidiarität der Kapitalerhöhung .....	478
II. Investment Grade-Rating .....	478
III. Kapitalanforderungen .....	479
F. Gremienbeschluss .....	480
I. Beschluss der Hauptversammlung .....	480
1. Zuständigkeit und Mehrheit .....	480
2. Mindestvorgaben des Hauptversammlungsbeschlusses .....	482
a) Anleihen .....	482
b) Wandelanleihen .....	483
c) <i>Sukûk al-tamwîl</i> .....	484

3. Dauer und zwingende Ausnutzung der Ermächtigung .....	485
II. Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre auf hybride	
Finanzierungsinstrumente .....	486
1. Wandelanleihen .....	486
a) Fehlen einer statutarischen Rechtsgrundlage für das Bezugsrecht .....	486
b) Mehrheitsanforderungen .....	487
c) Zwingendes Bezugsrecht.....	489
2. <i>Sukuk al-tamwil</i> .....	490
G. Anleihebedingungen .....	490
I. Einfache Unternehmensanleihen .....	491
1. Emissionsvolumen und Stückelung.....	491
2. Laufzeit und Tilgung .....	492
3. Verzinsung .....	492
a) Festverzinsliche Anleihen .....	493
b) Anleihen mit variabler Verzinsung .....	494
c) Verfassungsmäßigkeit von Zinsen .....	494
4. Nennwährung .....	499
5. Rangvereinbarungen.....	500
6. Ordentliche Kündigungsrechte .....	503
a) Befristete Laufzeit.....	504
b) Unbefristete Schuldverhältnisse .....	506
7. Zusicherungen und außerordentliche Kündigungsrechte .....	507
a) Nebenpflichten, Zusicherungen und <i>financial covenants</i> .....	507
b) Rechtsfolgen der Leistungsstörung und außerordentliche Kündigungsrechte .....	508
c) Ausübung von Kündigungsrechten und Rückzahlungsansprüchen .....	511
8. Bestellung von Sicherheiten .....	512
a) Vorüberlegungen .....	512
aa) Funktionen der Besicherung .....	512
bb) Arten der Besicherung .....	513
cc) Akzessorietät und Kapitalmarktfähigkeit .....	514
dd) Aktienrechtliche Anforderungen .....	515

(1) Bestellung der Sicherheiten zugunsten eines Anleihetreuhänders .....	515
(2) Rechtspersönlichkeit der Gläubigerversammlung .....	515
(3) Vereinbarkeit mit dem Akzessorietätsgrundsatz .....	518
ee) Durchsetzung der Sicherungsrechte .....	519
b) Realsicherheiten .....	520
aa) Hypothek .....	520
bb) Pfandrecht am Gewerbebetrieb .....	522
c) Personalsicherheiten .....	524
aa) Bürgschaft .....	525
bb) Garantie .....	526
d) Tilgungsfonds .....	530
e) Versicherung .....	532
9. Rechtswahl- und Gerichtsstandklausel .....	532
II. Wandelanleihen .....	533
III. <i>Sukûk al-tamwîl</i> .....	535
H. Emissionsverfahren .....	535
I. Aufsichtsrechtliche Genehmigung .....	535
II. Begebung der Anleihe und Entstehung des verbrieften Rechts .....	536
1. Kausalgeschäft .....	538
2. Verfügung .....	540
a) Briefeffekten .....	540
b) Bucheffekten .....	541
aa) Die Dematerialisierung des ägyptischen Effektenwesens .....	543
bb) Der Tatbestand der Überweisung dematerialisierter Effekten .....	545
(1) Rechtslage in Frankreich .....	545
(2) Rechtslage in Ägypten .....	547
3. Kreation .....	549
III. Emissionsform, Platzierung und Börsennotierung .....	550
1. Underwriting .....	550

a) <i>Best efforts underwriting</i> als Emissionsform am Fremdkapitalmarkt .....	550
b) Ineffizienzen der Lizenzierung als Underwriter .....	551
2. Preisfestsetzung und Zeichnung .....	552
3. Zuteilung .....	554
a) Rechtslage und Rechtspraxis .....	554
b) Lösungsvorschlag .....	554
c) Jüngere Entwicklungen .....	555
4. Anforderungen an die Börsennotierung .....	556
IV. Prospekt- und sonstige Publizitätspflichten .....	557
1. Regelungsregime .....	557
2. Veröffentlichung der Preisgestaltung .....	558
I. Sicherung und Bedienung von Wandlungsrechten .....	559
I. Kapitalerhöhung .....	559
1. Genehmigte Kapitalerhöhung .....	559
2. Ordentliche Kapitalerhöhung .....	560
3. Bezugsrecht und Ausgabekurskontrolle .....	562
II. Eigene Aktien .....	563
J. Schutz der Anleihegläubiger .....	563
I. Inhaltskontrolle der Anleihebedingungen .....	564
1. Adhäsionsvertrag als Instrument der Kontrolle von Vertragsbedingungen .....	564
2. Qualifikation der Schuldverschreibung als Adhäsionsvertrag? .....	566
II. Anpassung der Anleihebedingungen zum Schutz der Anleger ..	567
1. Gesetzlicher Schutz einfacher Anleihegläubiger .....	568
a) Kapitalherabsetzung .....	568
b) Verschmelzung .....	570
aa) Gesetzliche Regelung .....	570
bb) Rechtsschutz der Anleihegläubiger der übernehmenden Gesellschaft .....	572
c) Auflösung .....	573
2. Gesetzlicher Verwässerungsschutz der Inhaber von <i>sukûk al-tamwîl</i> und Wandelanleihen .....	574
a) Ausgangslage: Möglichkeiten der Wertverwässerung .....	575

b) Gesetzliche Anpassungsmöglichkeiten .....	576
aa) Vertragsauslegung .....	577
bb) Störung der Geschäftsgrundlage .....	578
cc) Vertragsergänzung .....	579
III. Die Versammlung der Anleihegläubiger und die Änderung der Anleihebedingungen .....	580
1. Entstehung der Gläubigerversammlung .....	582
2. Einberufung und Durchführung der Gläubigerversammlung .....	583
3. Der gesetzliche Vertreter der Gläubiger .....	584
4. Änderung der Rechte der Anleihegläubiger durch die Gläubigerversammlung .....	586
a) Fehlen einer gesetzlichen Regelung .....	586
b) Rechtslage in Frankreich .....	586
c) Widerspruchslösung der EFSAs .....	587
d) Lösungsvorschlag .....	589
IV. Zwischenresümee .....	590
K. Ergebnis der Untersuchung von Anleihe- und Hybridemissionen in Ägypten .....	591
 Teil II: Vereinigte Arabische Emirate, Saudi-Arabien und Jordanien .....	593
 § 4 Vorfragen .....	593
A. Rechtsgrundlagen .....	593
B. Investitionsbeschränkungen für ausländische Kapitalgeber .....	596
 § 5 Eigenkapitalfinanzierung .....	598
A. Erstmaliges öffentliches Angebot von Aktien .....	598
I. Nominalwertgrundsatz als prägendes Strukturmerkmal des Börsengangs .....	598
1. Rechtspolitische Hintergründe .....	598
a) Wohlfahrtspolitik als Treiber des Kapitalmarkts .....	598
b) Anlegerschutz .....	600
2. Auswirkungen auf die Emissionsstruktur .....	601

3. Implikationen für die Kapitalmarktstabilität .....	602
a) Negativauslese unter den Emittenten.....	603
b) Liquiditätsabfluss.....	604
c) Verlagerung von Informationsasymmetrien auf den Sekundärmarkt.....	604
4. Aktuelle Entwicklungen .....	606
II. Gesellschaftsrechtliche Voraussetzungen .....	606
1. Neugründung ( <i>Greenfield-Emissionen</i> ).....	606
a) Verfahren .....	606
b) Preisgestaltung und Risikostruktur.....	612
c) Würdigung .....	614
2. Börsengang operativ tätiger Gesellschaften .....	616
a) Vereinigte Arabische Emirate .....	617
aa) Formwechsel .....	617
(1) Dogmatische Einordnung.....	618
(2) Entsprechende Anwendung der Vorschriften über die „Umwandlung“ einer privaten in eine öffentliche Aktiengesellschaft .....	622
(3) <i>Pricing</i> .....	623
bb) Kapitalerhöhung .....	625
(1) Verfahren .....	625
(2) Bezugsrechtsausschluss.....	626
(3) <i>Pricing</i> .....	626
cc) <i>Secondary offering</i> .....	627
dd) Einschaltung von Zweckgesellschaften.....	628
(1) Finanzierung des Erwerbs der Betriebsgesellschaft mit Gesellschaftsaktien .....	629
(2) Finanzierung des Erwerbs der Betriebsgesellschaft in bar .....	631
ee) Preisfestsetzung im Wege des Bookbuilding .....	633
(1) Hintergrund.....	633
(2) Anwendungsbereich.....	634
(3) Verfahren .....	635
b) Saudi-Arabien .....	637
aa) <i>Pricing</i> .....	637
bb) Emissionsformen .....	638
(1) Kapitalerhöhung .....	639

(2) <i>Secondary offering</i> .....	640
c) Jordanien .....	640
aa) Kapitalerhöhung .....	641
bb) <i>Secondary offering</i> .....	643
cc) Einschaltung von Zweckgesellschaften .....	643
3. Zwischenergebnis .....	646
III. Sonstige Bedingungen .....	647
1. Streubesitzanforderungen .....	647
a) Vereinigte Arabische Emirate .....	647
b) Saudi-Arabien und Jordanien .....	649
2. Marktschutzvereinbarungen .....	649
IV. Emissionspublizität .....	650
1. Jordanien .....	651
2. Saudi-Arabien .....	652
3. Vereinigte Arabische Emirate .....	654
V. Stillhaltefristen .....	655
VI. Zeichnung und Zuteilung .....	657
1. Zustandekommen des Zeichnungsvertrags .....	657
2. Erbringung der Einlagen .....	658
3. Zwingende <i>pro rata</i> -Zuteilung als gesetzliches Leitbild .....	660
4. Exzessive Überzeichnung und <i>IPO lending</i> .....	661
5. Reformierung der Zuteilungsregeln im Zuge der Einführung des Bookbuilding .....	664
VII. Rolle der Emissionsbanken .....	665
VIII. Zwischenergebnis .....	666
B. Folgeemissionen .....	667
I. Bezugsrechtsemissionen ohne Übernahmegarantie .....	667
1. Emissionsverfahren .....	668
a) Vereinigte Arabische Emirate .....	668
b) Saudi-Arabien .....	669
c) Jordanien .....	670
2. Erbringung der Einlagen .....	671
3. Bezugsrechtshandel .....	673
4. Regelung des Nachbezugsrechts .....	675
a) Vereinigte Arabische Emirate .....	675

b) Saudi-Arabien .....	677
c) Jordanien .....	679
5. Zwingendes <i>standby underwriting</i> in Saudi-Arabien .....	680
II. Direktplatzierungen .....	681
1. Vereinigte Arabische Emirate .....	681
2. Saudi-Arabien .....	682
3. Jordanien .....	683
a) Bezugsrechtsausschluss .....	683
b) Ausgabekurs .....	684
III. Zwischenergebnis .....	686
<b>§ 6 Fremdkapitalfinanzierung .....</b>	<b>688</b>
A. Verfügbarkeit hybrider Kapitalformen .....	689
I. Grundsatz: <i>Numerus clausus</i> der Hybridkapitalformen .....	689
II. Wandlungsfähigkeit des Kapitals .....	689
III. Nachrangvereinbarungen und ewige Laufzeit .....	691
B. Allgemeine Voraussetzungen der Anleiheemission .....	692
I. Anleihefähigkeit .....	692
II. Gremienbeschluss .....	693
III. Kapitalanforderungen und Rating .....	694
C. Anleihebedingungen .....	695
I. Einfache Unternehmensanleihen .....	695
1. Zinsvorschriften .....	695
a) Vereinigte Arabische Emirate .....	695
b) Saudi-Arabien .....	698
aa) Allgemeines Zinsverbot als <i>islamischer ordre public</i> .....	698
bb) Zinsen in der saudi-arabischen Wirtschaftspraxis .....	699
cc) Zinsen vor den Gerichten .....	700
dd) <i>De facto</i> -Legalisierung von Zinsen durch prozessuale Vertiefung des Rechtsdualismus .....	701
(1) Bankensektor .....	701
(2) Kapitalmarkt .....	703
ee) Fazit .....	706

c) Jordanien .....	707
2. Sicherheiten.....	708
a) Vereinigte Arabische Emirate und Jordanien .....	709
aa) Islamische Bürgschaft.....	709
bb) Islamische Hypothek .....	711
cc) Pfandrecht am Gewerbebetrieb.....	712
b) Saudi-Arabien .....	713
II. Wandelanleihen .....	715
1. Bezugsrechtsproblematik in den Vereinigten Arabischen Emiraten.....	715
2. Umtauschverhältnis .....	717
D. Emissionsverfahren und -publizität .....	718
I. Gesellschaftsrechtliche Genehmigung.....	718
II. Kapitalmarktrechtliche Genehmigung und Publizität .....	718
E. Begründung der Rechte aus der Schuldverschreibung.....	719
F. Bedienung der Umtauschrechte.....	720
G. Stellung der Anleihegläubiger.....	721
I. Schutz der Anleihegläubiger .....	721
1. Spezialgesetzlicher Anlegerschutz vor Strukturmaßnahmen.....	721
2. Gesetzlicher Verwässerungsschutz.....	723
II. Versammlung der Anleihegläubiger .....	724
§ 7 Resümee zur rechtsvergleichenden Untersuchung .....	726
<i>Zusammenfassung der Ergebnisse in Thesen</i> .....	729
Literatur- und Quellenverzeichnis.....	751
Sachverzeichnis .....	791