



Arndt Franke

Zuteilungsansprüche bei Aktien-Neuemissionen

1. Teil: Einleitung und Problemstellung

Initial „Public“ Offering, kurz IPO, nennt der anglophile Börsenjargon die Erstemission. Allein: Ist es nicht zweifelhaft, ob wörtlich übersetzt das erstmalige Angebot von Aktien an die „Öffentlichkeit“ in der Vergangenheit faktisch stattfand? Illustre Schlagworte wie *Flipping*, *Spinning*, *Laddering* verunsicherten Privatanleger über ihre Zuteilungschancen bei der Börseneinführung einer Gesellschaft. Wenn der durchschnittliche Anleger schon nicht wusste, welche opportunen Verhaltensweisen sich hinter diesen Begriffen verbergen, war für jeden Privatanleger scheinbar klar: Die Verteilung der Aktien bei einer Emission konnte nicht fair, transparent und schon gar nicht – um ein großes Wort zu bemühen – gerecht sein.¹ Die Öffentlichkeit wollte tatsächlich teilhaben an der Zuteilung von Aktien eines Emittenten. *Friends & Family*-Programme erweckten dagegen den Eindruck, die Zuteilung von Aktien bei einer Neuemission gleiche einem exklusiven Club.² Dessen Mitgliedschaft mit der „Lizenz zum Geldddrucken“³ versuchten private Anleger zu erlangen. Der Eintritt blieb ihnen indessen in den Jahren erheblicher Euphorie auf dem deutschen Aktienmarkt zwischen 1998 und 2000 meist verwehrt.

Zwei Symptome waren Ausdruck der je nach Sichtweise dynamischen Entwicklung oder Überhitzung auf dem Kapitalmarkt: Zum einen waren Börsengänge extrem hoch überzeichnet, oft um ein erhebliches Vielfaches. Überzeichnung bedeutet, dass die Zahl der geordneten Aktien mit der Zahl der auszugebenen Aktien verglichen wird; sind mehr Aktien geordert als vorhanden, ist ein Börsengang überzeichnet.⁴ Zum anderen fielen sehr hohe Zeichnungsgewinne für diejenigen Anleger an, die bei einer Zuteilung mit Aktien bedacht wurden. Beide Symptome waren miteinander verbunden, weil die Erwartung hoher Renditen die Anleger

1 Zum Beispiel kündigte die ehemalige DG Bank (heute: Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, DZ Bank) an, beim Börsengang der Mobilcom AG im März 1997 die Aktien mit einem Losverfahren zuzuteilen. Bald wurde bekannt, dass die Bank tatsächlich ihre „guten Kunden“ bei der Verteilung bevorzugt berücksichtigte, vgl. *Pfüller/Maerker*, Die Bank 1999, 670, 674, Fn. 17 m.w.N.; ebenso FAZ vom 08.01.1999, S. 22 mit dem Titel: „Gute Kunden bevorzugt berücksichtigt“; vgl. auch bei Wirtschaftswoche Nr. 3. vom 14.01.1999, S. 110.

2 Die Wirtschaftswoche Nr. 49 vom 26.11.1998, S. 160 ff. titelte: „Das Kartell der Absahner“.

3 So formuliert zum Beispiel bei *Escher-Weingart*, AG 2000, 164, 167.

4 *Löhr*, Börsengang, S. 127; *Pfüller/Maerker*, Die Bank 1999, 670, 672.

dazu brachte, in derart großem Umfang Aktien zu zeichnen, dass Journalisten das Zeichnen von Aktien als „Deutschlands neue Volkslotterie“⁵ betitelten.

Konkrete Zahlen verdeutlichen, in welchem Bereich sich die vielfache Überzeichnung bewegte: Der Börsengang der Siemens Tochtergesellschaft Infineon Technologies im März 2000 war 33-fach überzeichnet.⁶ Für den Börsengang von Lycos-Europe interessierten sich ebenfalls 33-mal so viele Anleger, wie auszubehende Aktien vorhanden waren.⁷

Welche Beträge und Prozentzahlen die behaupteten hohen Zeichnungsgewinne meinen, zeigen die folgenden Beispiele⁸: Ein Zeichnungsgewinn definiert sich als die Differenz zwischen dem Emissionspreis oder Ausgabepreis und dem ersten Börsenkurs, auch Notierung genannt.⁹ Extrem hohe Renditen traten nicht in einer speziellen Branche auf, sondern ließen sich branchenübergreifend erzielen. In der Netzwerk- und Kommunikationstechnologiebranche erbrachte zum Beispiel der Börsengang der Biodata Information Technology AG im Februar 2000 einen Zeichnungsgewinn in Höhe von 400 Prozent, indem die Aktie von 48 Euro auf 240 Euro stieg. Bei den Internetdienstleistern verzeichnete die Endemann Internet AG im März 1999 mit 360 Prozent einen vergleichsweise hohen Anstieg. In Eurobeträgen stieg der Aktienkurs von dem Ausgabepreis 23 Euro auf einen Stückpreis von 106 Euro als erstem Börsenkurs. Auch die Aktien der Pop-Net Internet AG gewannen bei der Emission im Februar 2000 prozentual 348 Prozent, ihr Ausgabepreis betrug 12,50 Euro und der erste Börsenkurs belief sich auf 56 Euro. Unter den Softwareentwicklern, die erstmalig an einer Börse notierten, erzielten die Aktien der Softline AG ebenfalls im Februar 2000 eine Rendite von 322 Prozent. Ihr Ausgabepreis betrug 17,50 Euro pro Stück, wohingegen sie erstmalig mit einem Kurs von 74 Euro an der Börse notiert waren. Der Filmrechtshändler Entertainment Licensing AG ging im Februar 1999 an die Börse. Seine Aktien gewannen 288 Prozent, da ihr Ausgabepreis von 26 Euro auf 101 Euro Börsenkurs stieg.

Verluste bei Börsenneueinführungen traten demgegenüber nur in geringerem Umfang auf. Als größte Misserfolge in dem Zeitraum von Anfang Januar 1999 bis Ende März 2000 werden der Börsengang des ehemaligen Internetdienstleisters

5 *Palan*, Manager-Magazin 7/2000, 194, 194 f.; vgl. auch *Mager*, Unternehmensperformance, S. V (Vorwort) zur historischen Entwicklung.

6 *Oehler*, Stuttgarter Zeitung vom 15.03.2000, S. 13, *Priermeier/Wesenberg*, Schnelle Gewinne mit Neuemissionen, S. 196.

7 *Wohleb*, Frankfurter Rundschau vom 25.03.2000, S. 16.

8 Nach *Priermeier/Wesenberg*, Schnelle Gewinne mit Neuemissionen, S. 144 ff. Weitere Beispiele bei *Escher-Weingart*, AG 2000, 164, 167; *Reim*, Süddeutsche Zeitung vom 01.07.1999, S. 29.

9 *Priermeier/Wesenberg*, Schnelle Gewinne mit Neuemissionen, S. 144 f.

Gigabell AG und des Spielzeugherstellers Toysinternational.com beschrieben.¹⁰ Die Gigabell AG beklagte einen Zeichnungsverlust von 14 Prozent – ihre Aktien mit einem Ausgabepreis von 38 Euro sanken auf 33 Euro bei Eröffnung des börslichen Handels. Die Aktien des Spielzeugherstellers Toysinternational.com sanken um 12 Prozent, in Eurobeträgen verringerte sich der Ausgabepreis von 13 Euro auf 11,50 Euro bei Beginn des Börsenhandels.

Drei wesentliche Ursachen standen hinter den damaligen Überzeichnungen und Kurssprüngen am ersten Handelstag. Die Volumina der Emissionen waren zumeist klein. Den Unternehmen, die eine Emission durchführten, wurden zudem regelmäßig starke Wachstumsaussichten bescheinigt, positive Zeichnungsrenditen konnten nahezu stets vermerkt werden.¹¹

Vor allem – und das haben spätere empirische Untersuchungen einheitlich gezeigt¹² – waren die neu zu verteilenden Aktien, gemessen am tatsächlichen Unternehmenswert, regelmäßig unterbewertet. Es trat das sogenannte *Underpricing*-Phänomen¹³ auf: die Aktien wurden zu einem günstigeren Preis angeboten, als sie am Markt wert waren. In den Jahren 1999 und 2000 erreichte das *Underpricing* seinen Höhepunkt, mit teils über 100 Prozent, wobei es zugleich bei 65 Prozent aller Börsengänge beobachtet werden konnte.¹⁴ Aufgrund dieses Umstandes wollten viele Anleger die günstigen Aktien in Erwartung (fast) sicherer Gewinne erwerben. Das hatte im Wesentlichen zwei Folgen:

Die Emittenten konnten anhand der eingegangenen Zeichnungsanträge der Anleger keine sicheren Rückschlüsse auf die wirkliche Nachfrage am Markt ziehen. Die enthaltenen Angaben der Anleger spiegelten nicht unbedingt deren wirklichen Willen hinsichtlich ihrer Bewertung der jeweiligen Unternehmen wider. Aus dieser Situation heraus entstand das Zuteilungsproblem von Aktien bei Neuemissionen: Wie sollte die begrenzte Menge an Aktien auf eine zumeist erheblich größere Menge an von potentiellen Käufern geordneten Aktien verteilt werden?

In diesem Umfeld tauchte auch erstmals die Frage nach den Ansprüchen enttäuschter Anleger auf, die bei der Zuteilung der Aktien nicht bedacht wurden. Vor allem die Zeichner kleinerer Mengen von Aktien erhielten bei Emissionen

10 Nach *Priermeier/Wesenberg*, Schnelle Gewinne mit Neuemissionen, S. 179 ff.

11 Weitere Beispiele bei *Reim*, Süddeutsche Zeitung vom 01.07.1999, S. 29: Entertainment (+561,11 %), RTV (+550,60 %), und Kabel New Media (+319,51 %), in der ersten Jahreshälfte 1999 notierten insgesamt 57 von 59 Unternehmen über dem Ausgabepreis.

12 Vgl. beispielsweise *Döhrmann*, *Underpricing*, S. 294 ff.; *Müller*, *Going Public*, S. 77 ff.; *Schlick*, *Going Public*, S. 145 ff. jeweils m.w.N.

13 *Schlick*, *Going Public*, S. 145 ff.

14 Vgl. umfangreich *Derrien/Womack*, *Review of Financial Studies* 2003, 31, 31 f.; *Ritter/Welch*, *IPO Activity*, S. 2 ff.; *Schlick*, *Going Public*, S. 145 ff.; *Sprink*, *Sparkasse* 5/1996, 202, 204 f.

am damaligen Neuen Markt¹⁵ keine Aktien zugeteilt. Das löste zunächst subjektiv den Eindruck der Benachteiligung von Privatanlegern gegenüber institutionellen Anlegern, Mitarbeitern von Emittenten und Kreditinstituten aus und es hatte den Anschein, dass das Zuteilungsverfahren nicht rechtens verlaufen sei.¹⁶ Besonderes Aufsehen erregte der erwähnte Börsengang von Infineon Technologies. Aufgrund der absehbaren, sehr hohen – schließlich 33-fachen – Überzeichnung der Emission reservierte sich der Unternehmensvorstand eine Zuteilung von 250.000 Aktien zum Ausgabepreis von je 35 Euro.¹⁷ Bereits am ersten Handelstag stieg der Aktienkurs auf 70 Euro an; das entsprach einem Gewinn von knapp 9 Millionen Euro.

Skandale wegen Scheinumsätzen und Insiderhandel, Betrugsfällen, Kursstürzen und Insolvenzen folgten bei den noch vor kurzem hochgelobten Neuemissionen¹⁸ – der Aktienrausch der Jahre 1998 bis 2000 entpuppte sich als eine Spekulationsblase. Sie platzte und nach dem Börsenhype gab es mehrere Jahre keine nennenswerten Neuemissionen. Die Presse notierte einen historischen Tiefstand der Börsengänge auf dem deutschen Emissionsmarkt, das Vertrauen der Anleger sei zerstört.¹⁹ Im Jahr 2003 gab es in ganz Deutschland nur einen einzigen Börsengang.²⁰ Vier weitere waren geplant, sie wurden jedoch abgesagt.²¹ Noch im ersten Halbjahr 2004 gingen in Deutschland lediglich drei Unternehmen an die Börse.²² In den Folgejahren besserte sich die Situation nur langsam.²³

Indes: Seit 2009 erlebte der weltweite Markt für Aktienemissionen einen neuen Boom, US-amerikanische Anleger jubelten über neue Börsengänge.²⁴ Der

15 Der Neue Markt war ein Börsensegment der Frankfurter Börse AG, auf dem ab 1997 die meisten Emissionen für innovative und wachstumsorientierte junge Unternehmen stattfanden, er wurde im Juni 2003 als Folge des Kursverfalls aufgelöst, vgl. *Brandner/Bergmann*, in: Festschrift Peltzer, S. 17; *Escher-Weingart*, AG 2000, 164, 164 ff.; *Pfüller*, FAZ vom 16.07.1999, S. 21.

16 *Brandner/Bergmann*, in: Festschrift Peltzer, S. 17.

17 *Oehler*, Stuttgarter Zeitung vom 15.03.2000, S. 13; *Palan*, Manager-Magazin 7/2000, 194, 196; *Priermeier/Wesenberg*, Schnelle Gewinne mit Neuemissionen, S. 196.

18 Vgl. *Bessler/Kurth*, FB 2004, 59, 61 m.w.N.

19 FAZ vom 02.04.2003, S. 24.

20 *Deutsche Bundesbank*, Monatsbericht Dezember 2003, S. 71.

21 *Polster*, Europäischer IPO-Markt erholt sich – Deutschland hinkt hinterher, Deutsche Bank Research, Mitteilung vom 13. August 2004.

22 *Polster*, Europäischer IPO-Markt erholt sich – Deutschland hinkt hinterher, Deutsche Bank Research, Mitteilung vom 13. August 2004.

23 Vgl. Monatsberichte der *Deutschen Bundesbank* und statistische Beihefte für Kapitalmarktstatistik für Neuemissionen an Aktien, abrufbar http://www.bundesbank.de/statistik/statistik_veroeffentlichungen_beiheft2.php.

24 *Jacobsen*, Comeback der Aktienmärkte, Spiegel Online vom 03.09.2009, abrufbar unter: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/0,1518,646590,00.html>; Die Zahl der weltweiten Börsengänge stieg allein im zweiten Quartal 2010 auf 301, vgl. <http://www.boerse-frankfurt.de/DE/index.aspx?pageID=41&NewsID=133573>.

europäische IPO-Markt nahm wieder Fahrt auf mit allein 55 Neuemissionen im zweiten Quartal 2010.²⁵ Auch in Deutschland gab es 2010 ein „Frühlings-Erwachen bei den IPOs“²⁶. Bekannte Unternehmen gingen an die Börse, wie der Kabelnetzbetreiber Kabel Deutschland²⁷ und die Modekette Tom Tailor²⁸.

In 2011 entwickelte sich der deutsche Emissionsmarkt erneut zurück, doch bereits im Jahr 2012 haben die erfolgreichen Börsendebüts der Telefonica-Tochter O2 und des Versicherers Talanx die Bilanz der Frankfurter Börse im Geschäft mit Neuemissionen deutlich aufgewertet. In der Statistik des Börsendienstleisters Dealogic schaffte es der Standort Deutschland erstmals seit Beginn der Finanzkrise zurück in die globale Top-Ten-Liste.²⁹

Dieser Trend soll sich in Deutschland auch 2013 fortsetzen mit insgesamt 10 bis 15 erwarteten Börsengängen bis Jahresende.³⁰

Neuemissionen von Aktien sind deshalb immer noch oder erneut wieder spannend, soweit man das Thema mit der tatsächlichen Dynamik auf den Aktienmärkten in Verbindung zu bringen mag. Auch die – bewusste oder unbewusste – Unterbewertung der neuen Aktien ist weiterhin am Markt präsent.³¹ Das *Underpricing* war kein Phänomen nur einer Hochphase der Aktienkonjunktur. In dieses Bild passt zum Beispiel der im Jahr 2010 erfolgte Börsengang des Elektrosporthwagenbauers Tesla Motors, dessen Aktien am ersten Handelstag um 41 Prozent stiegen.³² Im Jahr 2012 ging die Lotto24 AG – ein von Tipp24 abgespalteter Lotterievermittler – an die Börse, deren erste Börsennotierung für die jungen

25 Vgl. Rittmeister, Analyse zu Börsengängen im zweiten Quartal 2010, Pressemitteilung Ernst & Young GmbH vom 07.07.2010, abrufbar unter http://www.ey.com/DE/de/Newsroom/News-releases/2010_Global-IPO-update-2-Q-2010.

26 Pflug, Frühlings-Erwachen bei den IPOs, Boerse.ARD.de vom 19.03.2010, abrufbar unter http://boerse.ard.de/content.jsp?key=dokument_423094.

27 Börsengang am 22.03.2010, vgl. <http://www.kabeldeutschland.com/de/investor-relations/nachrichten/ir-mitteilungen/19032010.html>.

28 Börsengang am 24.03.2010, <http://ir.tom-tailor.com/cgi-bin/show.ssp?companyName=tomtaylor&language=German&id=222&newsID=913012>.

29 Schachinger, Euro am Sonntag vom 01.12.2012, <http://www.finanzen.net/nachricht/aktien/Boersengaenge-IPO-Deutschland-zurueck-in-die-Top-Ten-2169052>.

30 So die Ansicht führender Kapitalmarktexperten, vgl. bei Steinbach, Leiter des Bereichs IPO and Listing Services bei Ernst & Young zur Analyse der Börsengänge im ersten Quartal 2013, <http://www.ey.com/DE/de/Newsroom/News-releases/20130403-Deutscher-IPO-Markt-vielversprechend>.

31 Vgl. Boulton/Smart/Zutter, Journal of International Business Studies 41 (2010), 206, 210 ff. m.w.N.; siehe dazu auch <http://www.boerse-frankfurt.de/DE/index.aspx?pageID=44&NewsID=4473>.

32 Die Emission fand am 29.06.2010 statt, vgl. <http://www.ftd.de/unternehmen/hype-um-elektro-auto-tesla-aktie-gewinnt-41-prozent/50136740.html>.

Aktien bereits 20 Prozent über dem Angebotspreis lag und bis auf einen Aufschlag von 38 Prozent am ersten Handelstag kletterte.³³

Das Thema der Zuteilungsansprüche bei Aktien-Neuemissionen bleibt jedoch auch ungeachtet der tatsächlichen Entwicklung auf dem deutschen Kapitalmarkt anhaltend aktuell.

§ 1 Untersuchungsgegenstand und Zielsetzung

Der Börsengang von Unternehmen wirft eine Vielzahl von Fragen zur Zuteilung von Aktien auf. Neben der Ausgestaltung des Zuteilungsverfahrens zählt dazu in juristischer Hinsicht insbesondere die Frage, ob und gegebenenfalls unter welchen Voraussetzungen ein Anleger einen Anspruch auf die Zuteilung von Aktien einer Erstemission hat. Damit ist im Kern der Gegenstand dieser Arbeit beschrieben.

Der Ansatzpunkt für die Frage, ob es einen Anspruch der Anleger auf Zuteilung von Aktien gibt, ist zunächst die allgemeine Kritik an der Zuteilungspraxis der Banken. Aufgrund der vielfach überzeichneten Emissionen erhielt in der Vergangenheit nur ein Teil der Anleger Aktien zugeteilt. Zu den Auserwählten zählten institutionelle Anleger, institutseigene Fonds, besonders gute Kunden der Emissionsbanken sowie mit dem Emittenten wirtschaftlich verbundene Personen. Vor allem private Kleinanleger fühlten sich benachteiligt.³⁴ Gefordert wurde, eine Zuteilung von Aktien an besonders bevorzugte Kreise zu unterbinden.³⁵ Die Zuteilungsverfahren umgab der Ruch eines Geheimnisses der Banken, fair und rechtens seien sie jedenfalls nicht – Transparenz, mehr Informationen und eine Gleichbehandlung der Anleger, mithin eine „gläserne Emission“ seien geboten.³⁶

Für viele Kleinanleger stellte sich die Frage, ob es fair und gerecht ist, dass ein Zeichner bei mehreren Börsengängen ohne ersichtlichen Grund stets leer ausgeht, während zum Beispiel gute Geschäftskunden des Emittenten durch die an der Emission beteiligten Banken scheinbar nach Gutdünken ohne weiteres hohe Aktienzuteilungen erhalten. Von der subjektiven Ungleichbehandlung ist es

33 Börsengang am 03.07.2012, vgl. <http://www.lotto24-ag.de/cgi-bin/show.ssp?companyName=lotto24&language=German&id=2400&newsID=1225724>.

34 Vgl. *Pfüller*, FAZ vom 16.07.1999, S. 21.

35 *Pfüller/Maerker*, Die Bank 1999, 670, 670 ff.

36 Bezeichnung bei *Pfüller/Maerker*, Die Bank 1999, 670, 673 Fn. 18 m.w.N.; *Steffen*, Going Public „Praxis“, 61, 61 f., *ders.*, Aktienkultur 1999, 32, 32 jeweils mit Verweis auf die DG Bank (heute: Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, DZ Bank), die nach eigenen Angaben seit 1999 detaillierte Angaben zu Emissionen bereitstellt.

nur ein kleiner Schritt zu der Überlegung, welchen juristischen Voraussetzungen und Bedingungen die Zuteilung von Aktien einer Erstemission folgt.

In dieser Arbeit soll deshalb die Frage beantwortet werden, welche rechtlichen Rahmenbedingungen die Zuteilung von Aktien bei einer Neuemission umgeben. Hierfür wird vor allem zu untersuchen sein, ob ein Anleger einen individuellen Anspruch auf Zuteilung hat, welche Zuteilungsverfahren eine Bank bei der Zuteilung anwenden darf und ob sie diese offen legen muss.

Die Untersuchung nähert sich ihrem Gegenstand nicht allein mit juristischen Methoden. Auch wirtschaftswissenschaftliche Aspekte hinsichtlich der Zuteilung von Aktien sollen mit einfließen. Dabei werden insbesondere die Verfahren zur Bestimmung des Emissionspreises und das damit einhergehende Problem des *Underpricing* eingehend analysiert. Dahinter steht die Überlegung, bereits vor einer Emission das „Übel“ an der Wurzel zu bekämpfen.

Zugleich stehen Börsengänge in Deutschland nicht isoliert, sondern sind eingebunden in den weltweiten Kapitalmarkt, deren Teil sie sind. Vorreiter auf den internationalen Kapitalmärkten – in kapitalmarktrechtlicher sowie wirtschaftlicher Hinsicht – und damit geeignete Vergleichsländer, die sich mit ähnlichen Themen beschäftigen, sind die USA und Großbritannien. Deshalb wird ebenso untersucht, ob mögliche Lösungsansätze für den deutschen Kapitalmarkt aus diesen Ländern übertragbar sind.

Aus der Vielzahl möglicher Abläufe von Börsengängen konzentriert sich die Arbeit auf die sogenannte Fremdemission.³⁷ Sie ist der praktisch häufigste Fall, bei der für den Börsengang Wertpapiere unter Zuhilfenahme von Kreditinstituten mit einer festen Übernahme der Aktien öffentlich ausgegeben und zugleich in den Börsenhandel eingeführt werden.³⁸ Andere Platzierungsformen werden nur im Überblick dargestellt. In personeller Hinsicht sind Kleinaktionäre und private Anleger das Bezugsobjekt des Themas.

Terminologisch synonym verwendet werden die Begriffe Emission, Börsengang und Börseneinführung sowie *Initial Public Offering* mit dessen Abkürzung IPO. Unter einer Emission versteht man die erste Ausgabe und Platzierung einer bestimmten Anzahl neuer Wertpapiere durch einen Wertpapieraussteller, den Emittenten.³⁹ In wirtschaftlicher Hinsicht versteht man unter dem gesamten Emissionsvorgang den tatsächlichen Absatz der neuen Aktien bei Anlegern, einschließlich der Vorbereitung des Geschäfts und der Abwicklung der Verkäufe seitens der Banken an ihre Kunden. Die Begriffe Bank und Konsortialbank wer-

37 Zu den verschiedenen Emissionsformen *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 9.1 ff.; zur Abgrenzung von Selbst- oder Fremdemission und zum Abschluss eines Emissions- und Übernahmevertrages ausführlich im 2. Teil, § 1, B. und D.

38 Vgl. *Liappis*, Haftungssystem der Banken, S. 29 ff. m.w.N.

39 *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 9.2.

den weitgehend synonym verwendet. Der Begriff Bank ist hierbei als Oberbegriff zu verstehen. Sofern es die Bearbeitung erfordert, wird auf die gesonderte Stellung beziehungsweise die Pflichten der Konsortialbanken als diejenigen Banken hingewiesen, die den Emittenten bei der Wertpapieremission begleiten und unterstützen.⁴⁰

Wer Privatanleger ist, definiert die Begriffsbestimmung der „Grundsätze für die Zuteilung von Aktienemissionen an Privatanleger“ der Börsensachverständigenkommission beim Bundesministerium der Finanzen vom 7. Juni 2000 (BSK-Grundsätze)⁴¹. Danach sind Privatanleger alle Personen, die Aktien zu ihrer privaten Vermögensanlage erwerben. Der Gegenbegriff ist der institutionelle Anleger, der professionelle Vermögensanlage für Unternehmen oder andere betreibt.⁴²

Zur Terminologie zählen weiter die Begriffe Primärmarkt und Sekundärmarkt. Der Sekundärmarkt bezeichnet den Handel der Aktien an der Börse. Der Primärmarkt beschreibt die Ausgabe von Aktien bei der Neuemission vor dem börslichen Handelsbeginn.⁴³

§ 2 Gang der Darstellung

Die Arbeit besteht im Weiteren aus den Teilen zwei bis fünf, gefolgt von Schlussbetrachtungen in Teil sechs. Im zweiten Teil werden zunächst der Ablauf einer Neuemission und die Zuteilung der Aktien erläutert. Eine rechtliche Prüfung ist mit der Zuteilung der Aktien noch nicht verbunden. Die Ausführungen im zweiten Teil sind vielmehr als inhaltliche Skizzierung einer Börseneinführung zu verstehen.

Eine Börseneinführung ist ein vielschichtiges Thema, das eine Vielzahl an rechtlichen und wirtschaftswissenschaftlichen Fragestellungen berührt. Aus dieser Masse werden in den §§ 1 bis 4 des zweiten Teils die für Zuteilungsansprüche wesentlichen, zum Verständnis des Themas erforderlichen oder in einem späteren Teil der Arbeit vorausgesetzten Grundlagen herausgegriffen. Zunächst stellt § 1 die wichtigsten Schritte einer Börseneinführung vor. Dazu zählen die Gründe, aus denen sich ein Emittent dafür entscheidet, an die Börse zu gehen. Grundlegende Weichenstellungen über den Ablauf einer Emission sind die Entscheidungen einer Gesellschaft, ob sie eine Selbst- oder Fremdemission durchführt, die Auswahl eines Bankenkonsortiums sowie der Abschluss des Emissions- und

40 Hintergründe und Einzelheiten zur vertraglichen Ausgestaltung siehe 2. Teil, § 1, C. und D.

41 Abgedruckt in *Kümpel/Hammen/Ekkenga*, Kapitalmarktrecht Bd. 1, Kz. 240, S. 1-7.

42 *Liappis*, Haftungssystem der Banken, S. 125 ff.

43 *Schüppen*, in: Schüppen/Schaub, Handbuch Aktienrecht, § 46 Rn. 14 ff.

Übernahmevertrages. Anschließend werden unter § 2 die Interessen der Beteiligten einer Emission betrachtet und sich hieraus ergebende Interessenkonflikte und opportunistische Verhaltensweisen herausgestellt. Unter diesem Blickwinkel werden in § 3 die verschiedenen Verfahren zur Emissionspreisfindung bzw. Platzierung der Aktien vorgestellt und diskutiert. In engem Zusammenhang mit der Bestimmung des Emissionspreises steht das betriebswirtschaftliche Phänomen des *Underpricing*. Seine Erläuterung und Untersuchung auf mögliche Erklärungsansätze folgt sodann. Die Emissionspreisfindungsverfahren gewinnen im fünften Teil der Arbeit wieder an Bedeutung, weil sie dort *de lege ferenda* auf ihre Reformbedürftigkeit hin untersucht werden. Auch die Zuteilungsverfahren, die in § 4 des zweiten Teils vorgestellt werden und die mit strategischem Verhalten bei der Zuteilung von Aktien verbunden sein können, greift der fünfte Teil der Arbeit im Hinblick auf ihre Reformtauglichkeit auf.

Teil drei enthält die eingehende juristische Prüfung von Zuteilungs- und Schadensersatzansprüchen bei Aktien-Neuemissionen in Deutschland. Die Prüfung der Ansprüche in diesem Abschnitt richtet sich *de lege lata* nach der aktuellen Gesetzeslage. Demgegenüber enthält der fünfte Teil der Arbeit *de lege ferenda* angezeigte Reformen für das Gebiet der Zuteilung von Aktien bei einem Börsengang.

Im dritten Teil wird die Prüfung der Ansprüche zunächst in vertragliche und gesetzliche Zuteilungsansprüche aufgeteilt. Die Reihenfolge der Prüfung orientiert sich in § 1 des dritten Teils weiter an den unterschiedlichen Rechtsverhältnissen bei einem Börsengang. Es sind drei Rechtsverhältnisse zu unterscheiden: Das Rechtsverhältnis zwischen Anleger und Emittent, das Rechtsverhältnis zwischen Emittent und Konsortialbank sowie das Rechtsverhältnis zwischen Anleger und (Konsortial-)Bank. Die Untersuchung der Ansprüche auf Schadensersatz orientiert sich in § 2 des dritten Teils ebenfalls an diesen Rechtsverhältnissen. Neben vertraglichen und gesetzlichen Ansprüchen werden in § 3 des dritten Teils weitere Anspruchsgrundlagen vorgestellt, die sich nicht ohne weiteres in die klassische Anspruchsprüfung einordnen lassen. Dabei handelt es sich um die Rechtsfigur der schlichten Interessengemeinschaft, die Verteilungsrechtsprechung des Reichsgerichts und die Anwendbarkeit des allgemeinen Gleichheitssatzes. Bezug nehmend auf die gewonnenen Erkenntnisse wird schließlich in § 4 des dritten Teils im Wege der Auslegung erläutert, weshalb aus den §§ 31 Abs. 1 Nr. 2, Nr. 1 WpHG ein Anspruch der Anleger auf gleichmäßige Berücksichtigung bei der Zuteilung folgt und unter welchen Voraussetzungen die Anleger bei Missachtung des Gebots der gleichmäßigen Berücksichtigung einen Anspruch auf Schadensersatz geltend machen können.

Teil vier der Ausarbeitung ist rechtsvergleichend. Als Vergleichsobjekte stehen die Rechtsordnungen der USA und Großbritanniens bereit. Der Rechtsvergleich

strebt dabei nicht an, umfassend das jeweilige Kapitalmarktrecht gegenüberzustellen; beide Rechtsordnungen enthalten keinen Anspruch auf Zuteilung. Im Gegenteil werden in Teil vier für das Thema dieser Arbeit wesentliche Aspekte ausgewählt. Es handelt sich insbesondere um die Grundsätze, die hinter den Regelungen über eine Börseneinführung stehen, die kapitalmarktrechtliche Aufsicht durch die entsprechenden Behörden sowie die Lösungsansätze und Reformbemühungen in den jeweiligen Vergleichsrechtsordnungen.

Im fünften Teil der Arbeit werden die bis dorthin gefundenen Ergebnisse in einen Zusammenhang mit *de lege ferenda* möglichen Reformansätzen gestellt. Die an den verschiedensten Stellen im chronologischen Ablauf einer Börseneinführung ansetzenden Reformvorschläge werden auf ihre theoretische und praktische Tauglichkeit untersucht und bewertet. Unter einem reformorientierten Blickwinkel behandelt dieser Abschnitt die Bewertungsverfahren, die Emissionspreisfindungs- und Platzierungsverfahren, die Zuteilungs- und Verteilungsmethoden sowie den Anlegerschutz durch Verschärfung der Publizitätsvorschriften. Hierzu greift Teil fünf Erkenntnisse aus dem rechtsvergleichenden Teil vier wieder auf. Unter Beachtung von Bedeutung und ökonomischen Problemen der Prospektpflicht im Emissionsrecht folgt schließlich der Vorschlag, bei einem Börsengang die informationelle Chancengleichheit aller Marktteilnehmer zu gewährleisten, der am Ende von § 4 des fünften Teils ausgeführt wird. Die Offenlegungspflichten aus der europäischen Prospekttrichtlinie mit den entsprechenden Umsetzungen in das deutsche Recht sind hier berücksichtigt.