



University of Zurich
Zurich Open Repository and Archive

Winterthurerstr. 190
CH-8057 Zurich
<http://www.zora.unizh.ch>

Year: 2006

Bankaufsichtsrechtliche und vertragsrechtliche Aspekte von IPOs

Von der Crone, Hans Caspar; Nänni, Matthias; Sibbern, Eric

Von der Crone, Hans Caspar; Nänni, Matthias; Sibbern, Eric. Bankaufsichtsrechtliche und vertragsrechtliche Aspekte von IPOs. Bankhaftungsrecht / hrsg. von Susan Emmenegger, S. 141-179.

Postprint available at:
<http://www.zora.unizh.ch>

Posted at the Zurich Open Repository and Archive, University of Zurich.
<http://www.zora.unizh.ch>

Originally published at:
Bankhaftungsrecht / hrsg. von Susan Emmenegger, S. 141-179

Bankaufsichtsrechtliche und vertragsrechtliche Aspekte von IPOs

Hans Caspar von der Crone/Matthias Nänni/Eric Sibbern, Zürich*

Inhaltsverzeichnis

I.	IPO: Merkmale.....	142
1.	Begriff.....	142
2.	Kritische Punkte.....	143
a)	Interessengegensätze.....	143
b)	Informationsasymmetrien.....	144
c)	Preisfestsetzung.....	144
II.	Preisfindung und Zuteilung.....	145
1.	Markträumender Preis.....	145
2.	Emissionspreis unter Marktpreis.....	145
3.	Konsequenz: Überzeichnung und Frage der Zuteilung.....	146
a)	Überzeichnung.....	146
b)	Thema Zuteilung.....	147
III.	Referenz: Platzierung über Auktion.....	147
1.	Begriff und Arten.....	148
a)	Begriff.....	148
b)	Arten.....	149
2.	Holländische Auktion.....	150
3.	Ausgestaltung.....	151
a)	Selektion der Teilnehmer.....	152
b)	Verbindliche Gebote.....	154
c)	Zuschlag an den Meistbietenden.....	155
d)	Pflicht zum Zuschlag.....	155
e)	Gebote und Preisgestaltung.....	156

* Hans Caspar von der Crone ist ordentlicher Professor für Privat- und Wirtschaftsrecht, Matthias Nänni und Eric Sibbern sind wissenschaftliche Assistenten am Rechtswissenschaftlichen Institut der Universität Zürich.

4. Praxis.....	159
5. Fazit.....	160
IV. Bookbuilding.....	160
1. Marktprozesse.....	160
2. Aufsichtsrechtliche Aspekte des Bookbuilding.....	162
a) Zuteilungsrichtlinien der Schweizerischen Bankiervereinigung.....	163
aa) Dokumentation.....	164
bb) Zuteilung nach sachlichen Kriterien.....	165
cc) Zuteilung auf Wunsch des Emittenten.....	166
dd) Zuteilung an Nostro.....	166
ee) Zivilrechtliche Bedeutung der Zuteilungsrichtlinien.....	167
b) Würdigung.....	167
3. Vertragliche Aspekte des Bookbuilding.....	168
a) Zustandekommen des Vertrags.....	168
b) Veränderung der Zeichnungsaufforderung.....	170
c) Zuteilungsanspruch oder Schadenersatz.....	171
aa) Vertragsrechtlicher Anspruch.....	171
bb) Vorvertragliches Rechtsverhältnis.....	172
cc) Schaden.....	175
V. Schlussbetrachtung.....	175

I. IPO: Merkmale

1. Begriff

Unter dem Begriff *Initial Public Offering (IPO)* versteht man die erstmalige Einführung von Aktien eines Unternehmens an der Börse. Wirtschaftlich bedeutet dies den Übergang von der privat gehaltenen Aktiengesellschaft zur Publikumsgesellschaft. Begleitende Erscheinung dieses Regimewechsels ist eine erhöhte Transparenz. In einer nicht kotierten Gesellschaft besteht die Rechenschafts- und Auskunftspflicht nur gegenüber den Aktionären. In der kotierten Gesellschaft wird dieser gesellschaftsinterne Informationsfluss

durch Publizitätsvorschriften gegenüber dem Markt ergänzt.¹ Der Markt wird innerhalb der Corporate Governance zum zusätzlichen Funktionsträger. Aktionäre gewinnen eine leicht zugängliche Ausstiegsoption und, die Aktien der Gesellschaft werden kontinuierlich bewertet. Das Management erhält damit ein laufendes Feedback über die Einschätzung der Qualität seiner Arbeit durch den Markt. Die verbesserte Unternehmenskontrolle aufgrund der intensiven Beobachtung kotierter Unternehmen durch Investoren, Analysten und Finanzmedien führt zu tieferen *Agency Costs*². Zusammen mit der höheren Liquidität der Aktien schafft dies einen Mehrwert für das Unternehmen: Kotierte Gesellschaften werden bei gleicher Profitabilität und gleichem Potential höher bewertet als privat gehaltene Unternehmen. Es kann von einer Kotierungsprämie gesprochen werden.³

2. Kritische Punkte

a) Interessengegensätze

Der Emissionsprozess ist von den gegenläufigen Interessen seiner Hauptakteure geprägt. Potentielle Neuaktionäre sind naturgemäss an einem möglichst günstigen Emissionspreis sowie an der vollständigen Erfüllung ihrer Order interessiert; die Emittenten dagegen an einer vollständigen Platzierung unter Erzielung des höchstmöglichen Kapitalzuflusses⁴, wobei zwischen verkaufenden Altaktionären und Verwaltungsrat bzw. Geschäftsleitung die bekannten *Agency*-Probleme bestehen. Innerhalb dieses Spannungsfeldes befinden sich die Emissionshäuser, welche als Agenten beider Parteien auftreten können und ihrerseits eigene Interessen verfolgen.⁵

¹ Grundlage dieser Vorschriften sind in erster Linie das Börsengesetz bzw. darauf gestützt das Kotierungsreglement sowie die ergänzenden Transparenzrichtlinien der Börse wie etwa die Richtlinie betreffend Corporate Governance. Zur Publizität im Rahmen des IPO vgl. ALFRED METTLER, *Going Public*, Bern/Stuttgart 1990, S. 171 ff.

² Grundlegend EUGENE F. FAMA/MICHAEL C. JENSEN, *Separation of Ownership and Control*, *The Journal of Law & Economics*, 1983, S. 301 ff., 304 ff.

³ Zu den Vorteilen eines IPO vgl. KARINA WOLFF, *Going Public in der Schweiz*, in Deutschland und in den USA, Diss. St. Gallen 1994, S. 34 ff.; KAY-MICHAEL SCHANZ, *Börseneinführung*, 2. Aufl., München 2002, § 2 N 1 ff.

⁴ Darunter ist nicht bloss die Maximierung des Emissionspreises zu verstehen, sondern eine umfassende Betrachtung aller Kosten inklusive Folgekosten und Reputation.

⁵ Emissionshäuser sind vor allem an einer risikolosen und vollständigen Platzierung interessiert sowie an der Erhaltung bzw. Steigerung ihrer Reputation und der Pflege geschäftlicher Kontakte. TEODORO D. COCCA, *Das Zuteilungsdilemma der Emissions-*

b) Informationsasymmetrien

Weiter bestehen bei allen Mitwirkenden ausgeprägte Informationsasymmetrien.⁶ Der Unternehmenswert wird bestimmt durch den Barwert der künftigen Einkommensströme, die dem Aktionär aus der Beteiligung zufließen.⁷ Entsprechend relativiert ist die Bedeutung der historischen Abschlüsse für die Unternehmensbewertung. Umso wichtiger wird umgekehrt die dynamische Betrachtungsweise: Hat das Unternehmen in der Vergangenheit gehalten, was es versprochen hat? Wie ist es mit unerwarteten Entwicklungen fertig geworden? War es in der Entwicklung neuer und in der Weiterentwicklung bestehender Produkte innovativ und marktnah?

IPO-Gesellschaften verfügen nun notwendigerweise nicht über einen solchen dynamischen öffentlichen Leistungsausweis. In einer punktuellen Betrachtungsweise aber lassen sich diese dynamischen Faktoren nur beschränkt beurteilen. Emissionswillige Gesellschaften beginnen denn auch typischerweise schon ein bis zwei Jahre vor der Emission damit, über den Kreis der Aktionäre hinaus auch das allgemeine Investorenpublikum über den Geschäftsgang zu informieren. Auch bei aller Vorbereitung wird der Markt allerdings bei einer Neuemission nie über die gleiche Qualität von Informationen verfügen, wie dies bei einer seit längerem kotierten Gesellschaft der Fall ist.

c) Preisfestsetzung

Eng mit den ersten beiden verbunden ist das Problem der Preisfestsetzung, die naturgemäss unsicher ist. Die Preisbildung an Aktienmärkten ist wiederum kein punktuellere Ereignis, sondern ein kontinuierlicher Prozess. Das Unternehmen wird mit anderen Worten nicht immer wieder neu bewertet, son-

bank, Publikationen des Instituts für schweizerisches Bankwesen an der Universität Zürich, Working Paper Nr. 24, Zürich 2000, S. 2; KLAUS SERFLING/ULRICH PAPE/THOMAS KRESSIN, Emissionspreisfindung und Underpricing im Rahmen des Börsengangs junger Wachstumsunternehmen, AG 1999, S. 289 ff., 291 f. Ausführlich zu den bestehenden Interessengegensätzen TANJA KOEHLER, Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen, Berlin 2006, S. 59 ff.; CHRISTIAN HAUSMANINGER, Zuteilungsfragen bei Erstemissionen, in: Marcus Lutter/Manfred Scholz/Walter Sigle (Hrsg.), FS für Martin Peltzer zum 70. Geburtstag, Köln 2001, S. 43 ff., 46 ff.

⁶ Zur ungleichen Verteilung der Informationen unter den Akteuren vgl. VALERIO SCHMITZ-ESSER/CARSTEN STOLZ, Was kommt nach dem Bookbuilding?, ST 1998, S. 1039 ff., 1040.

⁷ MARKUS RUFFNER, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft, Zürich 2000, S. 369 m.w.H.

dem die bestehende Marktauffassung über den Wert des Unternehmens wird laufend angepasst und hinterfragt.⁸ Wird das Papier erstmals platziert, fehlt diese Erfahrung, was die Bewertung stark erschwert.

II. Preisfindung und Zuteilung

Wesentlicher Faktor für den Erfolg des Börsengangs ist demzufolge die Wahl des geeigneten Preisfindungs- und Zuteilungsverfahrens, das die bestehenden Informationsasymmetrien abbaut und die unterschiedlichen Interessen berücksichtigt. Doch selbst unter der Annahme, dass ein Emissionsverfahren einen wesentlichen Teil der Informationsasymmetrien beseitigen könne, bleibt das Problem bestehen, dass der Markt zuerst ein kollektives Urteil über den Wert des Unternehmens zu bilden hat.

1. Markträumender Preis

Ist eine Aktie einmal kotiert, ergibt sich als Konsequenz des laufenden Handels notwendigerweise ein markträumender Preis. Ziel der Aktienplatzierung müsste aus Sicht des Unternehmens deshalb eigentlich ebenfalls die Festsetzung eines markträumenden Preises sein. Wird der Preis zu tief angesetzt, kommt es infolge zu grosser Nachfrage zu einem Kursanstieg unmittelbar nach der Platzierung, und der Emittent lässt einen Teil des Emissionserlöses liegen. Wird der Preis zu hoch angesetzt, so kann die Emission nicht vollumfänglich platziert werden.

2. Emissionspreis unter Marktpreis

Angenommen, der Preis kann nur zu hoch oder zu tief, nicht aber markträumend und damit richtig angesetzt werden, sprechen drei Gründe dafür, ihn lieber zu tief als zu hoch anzusetzen:

- *Erstens* besteht Gewähr für die vollständige Platzierung.
- *Zweitens* führt der normalerweise anschliessende Kursanstieg zu zufriedenen Investoren, was insbesondere auch dem Management zugute kommt: Wer schon einen schönen Gewinn gemacht hat, wird

⁸ Zur Preisgestaltung am Finanzmarkt RUFFNER (Fn. 7), S. 371 ff.

die Tätigkeit von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung fürs erste einmal positiv einschätzen.⁹

- *Drittens* tragen nicht etwa Verwaltungsrat oder Geschäftsleitung die Kosten für diesen *feel good* Effekt, sondern die früheren Aktionäre. Mit dem zu tiefen Emissionspreis wird mit anderen Worten nicht eigenes, sondern fremdes Geld ausgegeben.¹⁰ Immerhin ist es nicht etwa so, dass die bisherigen Aktionäre nach der Emission notwendigerweise schlechter dastehen als zuvor. Vielmehr schafft das IPO als solches, wie bereits erwähnt, einen Mehrwert: Im Kern geht es also bei der Festsetzung des Emissionspreises um die Verteilung dieses Mehrwertes zwischen bisherigen Eigentümern, mitwirkenden Banken und Beratern sowie neuen Aktionären.

3. Konsequenz: Überzeichnung und Frage der Zuteilung

Die Preisfestsetzung unter dem Marktpreis hat zwei Konsequenzen:

a) Überzeichnung

Vorerst wird die Emission überzeichnet werden. Gewöhnt sich der Markt daran, wird sich der Überzeichnungseffekt zusätzlich verstärken: Weil man sowieso nur mit einer limitierten Zuteilung rechnet und weil man weiss, dass man im Fall der Zuteilung nur gewinnen kann, werden von Anfang an wesentlich mehr Aktien gezeichnet als tatsächlich gewünscht.¹¹ Der Zeich-

⁹ In diesem Sinn kann auch von einer Versicherungsprämie gesprochen werden. JAY R. RITTER/IVO WELCH, A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocation, *The Journal of Finance*, 2002, S. 1795 ff., 1807.

¹⁰ Gesprochen wird von *money left on the table*, definiert als die Anzahl Aktien mal *first day performance* (Unterschied zwischen Emissionspreis und Schlusskurs). Über die Gründe, weshalb der Emittent bei IPOs in der Regel Geld liegen lässt, existieren verschiedene Ansichten; einen Überblick bietet LAWRENCE M. AUSUBEL, Implications of Auction Theory for New Issues Markets, *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, 2002, S. 313 ff., 329 f.; sowie JAY R. RITTER/TIM LOUGHRAN, Why Has IPO Underpricing Changed Over Time?, *Financial Management*, 2004, S. 5 ff.; vgl. ferner JAY R. RITTER, Differences between European and American IPO Markets, *European Financial Management*, 2003, S. 421 ff. Erschöpfende Bearbeitung bei TIM JENKINSON/ALEXANDER LJUNGQVIST, *Going Public*, Second Ed., Oxford 2001, S. 63 ff., mit empirischen Nachweisen.

¹¹ Letztes Jahr beispielsweise Mobimo 6-fach, Neue Zürcher Zeitung vom 24. Juni 2005, S. 29; Panalpina 14-fach, Neue Zürcher Zeitung vom 23. September 2005, S. 31. Selbst der harzige Börsengang des Softwareunternehmens Esmertec war 8-fach überzeichnet,

nungserfolg sagt damit nichts mehr über die Tiefe des Marktes aus. Wird etwa eine Emission sechsfach überzeichnet, kann daraus keinesfalls auf ein Potential zur Aufnahme des sechsfachen Emissionsvolumens dieser Gesellschaft geschlossen werden.

b) Thema Zuteilung

Als zweite Folge erhält die Zuteilung einen Wert, ähnlich dem Bezugsrecht bei einer Aktienkapitalerhöhung mit Ausgabepreis unter dem inneren Wert. Vor allem diese zweite Feststellung führt zur Frage nach dem Zuteilungsverfahren. Sie hat die breitere Öffentlichkeit und die für die Marktaufsicht und -regulierung zuständigen Stellen vor allem im Nachgang zur *new-economie-bubble* intensiv beschäftigt. Als Reaktion auf die Missstände in der Praxis der Jahre 1996–2000 wurden Regeln eingeführt, die eine nicht-willkürliche Zuteilung sicherstellen sollen.¹²

III. Referenz: Platzierung über Auktion

Bevor wir uns den geltenden Marktstandards für Emissionen zuwenden, sei noch die Frage nach grundlegenden Alternativen gestellt. Standardverfahren zur Veräußerung von Gütern, deren Marktpreis sich nicht ohne weiteres bestimmen lässt, ist bekanntlich die Auktion. Diesem Verfahren immanent ist, dass durch den gestalterischen Eingriff des marktwirtschaftlichen Wettbewerbs naturgemäss ein markträumender Preis entsteht. Analog zur Preisfindung im Sekundärmarkt werden Angebot und Nachfrage zu einem Ausgleich gebracht und ein Gleichgewichtspreis ermittelt.¹³ Damit stellt sich insbesondere die Frage, ob sich ein IPO nicht auf dem Weg einer Auktion durchführen lässt.

vgl. Neue Zürcher Zeitung vom 30. September 2005, S. 31. Dieses Vorgehen wird als Majorisierung bezeichnet, CARSTEN STOLZ, Nachfrageorientierte Emissionspolitik mit Bookbuilding, Diss. Freiburg i. Ue. 1998, S. 308; KOEHLER (Fn. 5), S. 63.

¹² Dazu unten IV.2.

¹³ Einziger Unterschied liegt darin, dass am Sekundärmarkt sowohl Angebot wie Nachfrage preissensitiv sind, im Rahmen der Auktion hingegen nur die Nachfrage. JOACHIM GRAVENHORST, Platzierungsverfahren bei Aktienemissionen und der Anspruch auf Zuteilung, Baden-Baden 2003, S. 151; SCHANZ (Fn. 3), § 10 N 60.

1. Begriff und Arten

a) Begriff

Umgangssprachlich wird unter dem Begriff «Auktion», oder gleichbedeutend «Versteigerung», der öffentliche Verkauf an den Meistbietenden verstanden.¹⁴ Wer nach einer Legaldefinition sucht, wird in den Bestimmungen zum Steigerungskauf (Art. 229 ff. OR) nicht fündig. Juristische Definitionen der Begriffe¹⁵ betonen ihr Wesen als Verfahren zum Vertragsabschluss zwischen einem Verkäufer und mehreren Kaufinteressenten nach Massgabe des höchsten Angebotes.¹⁶ Als weitere notwendige Elemente eines engen Auktionsbegriffs gemäss Art. 229 ff. OR werden genannt: die Anwesenheit der Bieter vor Ort und die Unmittelbarkeit des Verfahrens¹⁷, die Öffentlichkeit des Verfahrens¹⁸ und die Durchführung durch einen vom Veräusserer verschiedenen Auktionator¹⁹.

¹⁴ Duden, Das große Wörterbuch der deutschen Sprache in 10 Bänden, Mannheim 1999.

¹⁵ Auch juristisch mehrheitlich synonyme Verwendung, vgl. etwa HANS GIGER, Berner Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Band VI/2/1/4, Bern 1999, N 9 Vorbemerkungen zu Art. 229–236 OR; HEINRICH HONSELL, Schweizerisches Obligationenrecht, 7. Aufl., Zürich 2003, S. 179; RETO THOMAS RUOSS, Scheingebote an Kunstauktionen, Diss. Zürich 1983, S. 16; ANTON PESTALOZZI, Der Steigerungskauf, Kurzkomentar und Zitate, Zürich 1997, N 118; derselbe, Ergänzungsband, Zürich 2000, E 118. Die zürcherische VO des Obergerichts über das Verfahren bei freiwilligen öffentlichen Versteigerungen (235.15) grenzt die durch einen Gemeindeammann durchzuführende Versteigerung von der durch eine Privatperson geleiteten Auktion ab. In Deutschland wird der Begriff Auktion differenzierend für die öffentliche gewerbsmässige Versteigerung verwendet, vgl. Brockhaus Enzyklopädie XXIII, Leipzig 2001, S. 240 f.

¹⁶ GIGER (Fn. 15), N 9 Vorbemerkungen zu Art. 229–236 OR; THEO GUHL/ALFRED KOLLER, Das Schweizerische Obligationenrecht, bearbeitet von Alfred Koller/Anton K. Schnyder/Jean Nicolas Druey, 9. Aufl., Zürich 2000, § 41 N 108; RETO THOMAS RUOSS, in: Heinrich Honsell/Nedim Peter Vogt/Wolfgang Wiegand (Hrsg.), Basler Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, 3. Aufl., Basel 2003, N 1 ff. vor Art. 229–236 OR.

¹⁷ PESTALOZZI (Fn. 15), N 118; GIGER (Fn. 15), N 30 Vorbemerkungen zu Art. 229–236 OR; JÖRG SCHMID, Die Grundstücksversteigerung, in: Alfred Koller (Hrsg.), Der Grundstückskauf, 2. Aufl., Bern 2001, S. 453 ff., § 10 N 1; RUOSS (Fn. 15), S. 5; PIERRE CAVIN, Kauf, Tausch und Schenkung, in: Frank Vischer (Hrsg.), Schweizerisches Privatrecht, Band VII/1, Basel 1977, S. 1 ff., 162; BGE 109 II 126, Erw. 2.b. Vgl. aber zu schriftlichen Auktionsverfahren und Tendersverfahren PESTALOZZI (Fn. 15), N 30 ff.; SCHMID, § 10 N 75 f.

¹⁸ PESTALOZZI (Fn. 15), N 118; RUOSS, Basler Kommentar (Fn. 16), N 13 ff. vor Art. 229–236 OR.

¹⁹ PESTALOZZI (Fn. 15), N 118; GIGER (Fn. 15), N 32 Vorbemerkungen zu Art. 229–236 OR; SCHMID (Fn. 17), § 10 N 71 f.

Über diese enge, den Geltungsbereich des Steigerungskaufs gemäss Art. 229 ff. OR beschreibende Definition hinaus ist ein weiter verstandener Auktionsbegriff von (auch rechtlicher) Bedeutung. Es handelt sich bei der Auktion um ein wettbewerbsgestütztes Vertragsabschlussverfahren, bei dem mehrere Interessenten verbindliche Angebote machen (Gebote) und die Annahme mittels Zuschlag an den Meistbietenden erfolgt.²⁰

b) Arten

Auktionen werden in mannigfacher Ausgestaltung durchgeführt. Zu unterscheiden sind vier Grundtypen:²¹ Die aufsteigende Auktion (*English auction*), die absteigende Auktion (*Dutch auction*), die *first-price sealed-bid* Auktion und die *second-price sealed-bid* Auktion (*Vickrey auction*). Bei der weithin bekannten aufsteigenden Auktion wird das höchste Gebot durch Steigerung ermittelt; bei der absteigenden Auktion dagegen wird der anfänglich hohe Preis solange gesenkt bis ein Bieter bereit ist, zum ausgerufenen Preis zu kaufen. Im Gegensatz zu diesen sog. dynamischen Auktionen mit offenen Geboten bieten die Teilnehmer an *sealed-bid* Auktionen (statische Auktionen) verschlossen – und folglich ohne Kenntnis der anderen Gebote. Bei beiden statischen Auktionen geht der Zuschlag an das höchste Gebot, bei der *first-price* Auktion zum gebotenen Preis, bei der *second-price* Auktion zum Preis des zweithöchsten Gebotes. Strategisch gleichen sich *first-price sealed-bid* und absteigende Auktion – der Gewinner muss den Preis zahlen, der dem vollen Wert gemäss seiner Einschätzung entspricht, während er in einer *second-price sealed-bid* und einer aufsteigenden Auktion einen Preis bieten muss, der nur über der zweithöchsten, aber unter seiner eigenen, höchsten Einschätzung liegt. Sobald mehrere Stücke gleicher Art versteigert werden (Mehrgutauktion, *multi-unit auction*)²², ergeben sich zudem zwei Varianten: Entweder werden alle Stücke zum tiefsten, markträumenden Einheitspreis (*uniform*

²⁰ Ähnlich HONSELL (Fn. 15), S. 179; GIGER (Fn. 15), N 9 Vorbemerkungen zu Art. 229–236 OR.

²¹ Vgl. zu den Auktionstypen PAUL MILGROM, *Auctions and Bidding: A Primer*, *The Journal of Economic Perspectives*, Summer 1989, S. 3 ff.; PAUL KLEMPERER, *Auctions: Theory and Praxis*, New Jersey 2004, S. 11 ff.; CHRISTINA E. BANNIER, *Vertragstheorie*, Heidelberg 2005, S. 201 f.; SANJIV RANJAN DAS/RANGARAJAN K. SUNDARAM, *Auction Theory: A Summary with Applications to Treasury Markets, Financial Markets, Institutions, and Investments*, 1996, S 1 ff., 4 ff.; RALPH CASSADY, *Auctions and Auctioneering*, Berkeley and Los Angeles 1967, S. 56 ff.

²² Grundlegend ROBERT WILSON, *Auctions of Shares*, *The Quarterly Journal of Economics*, 1979, S. 675 ff. Übersicht bei AUSUBEL (Fn. 10), S. 316 ff.

price auction)²³ zugeschlagen, oder jeder Bieter, angefangen beim höchsten, zahlt den Preis seines Gebotes (*discriminatory auction*)²⁴, bis alle Stücke versteigert sind.

2. Holländische Auktion²⁵

Für die Platzierung der schweizerischen Bundesanleihen²⁶ und der *US-Treasury bonds*²⁷ ist seit langem das Verfahren der Holländischen Auktion üblich. Ähnliche Verfahren wenden auch andere Staaten teilweise seit Jahren für die Vergabe von Bundesanleihen an.²⁸

Technisch wird die Holländische Auktion mit Einheitspreis folgendermassen durchgeführt: Die Bieter geben an, zu welchem Preis sie welche Anzahl Titel zu zeichnen bereit sind. Der Auktionator bestimmt, wie tief er den Preis ansetzen muss, damit die ganze vorgesehene Emission platziert werden kann. Massgebend ist das tiefste Gebot, das noch berücksichtigt werden kann. Dieser Preis gilt einheitlich für sämtliche gezeichneten Titel: Wer einen höheren Preis geboten hat, muss nicht diesen, sondern den tieferen Einheitspreis bezahlen. Wer einen Preis unter dem Einheitspreis geboten hat, erhält keinen Zuschlag.

²³ Die Auktion mit Einheitspreis wird teilweise als Holländische Auktion bezeichnet.

²⁴ Auch *pay-as-bid auction* oder *American auction* genannt; in Anlehnung an den Grundtyp der amerikanischen Auktion (*pay-your-bid auction*), bei der jeder Bieter sein Gebot einzahlt, obwohl nur der höchste den Zuschlag erhält.

²⁵ Es handelt sich dabei um eine *multi-unit sealed-bid auction*, die zum Einheitspreis zugeschlagen wird. Dieses Verfahren wird im vorliegenden Zusammenhang regelmässig, aber untechnisch, als Holländische Auktion bezeichnet (vgl. Fn. 23), obwohl an herkömmlichen Holländischen Auktionen offen (nicht *sealed*) geboten wird. Wegen der weiten Verbreitung wird der Begriff Holländische Auktion aber auch im vorliegenden Beitrag im untechnischen Sinne verwendet.

²⁶ ARTHUR MEYER-HAYOZ/HANS CASPAR VON DER CRONE, Wertpapierrecht, 2. Aufl., Bern 2000, § 20 N 87.

²⁷ Die Anwendung des Auktionsverfahrens war schon Anfangs der 60er-Jahren bezüglich der Platzierung der *US-Treasury bonds* eine notorische Streitfrage. Seit Anfang der 70er-Jahren wird jedoch in diesem Bereich regelmässig das Auktionsverfahren angewendet. Vgl. Auctioning New Issues of Corporate Securities, Virginia Law Review 1985, S. 1381 ff., 1386.

²⁸ Z.Bsp. Australien, Deutschland, Dänemark, England, Frankreich, Italien, Japan, Mexiko, Neuseeland, Norwegen, Österreich. Eine Übersicht über empirische Studien enthält PHILIP FÉVRIER/RAPHAËLE PRÉGET/MICHAEL VISSER, Econometrics of Share Auctions, CREST Working Paper, N 2002–09, S. 188 ff., 192.

Ein solches Auktionsverfahren führt notwendigerweise dazu, dass sich Emissionspreis und markträumender Preis decken und damit zugleich die Zuteilungsfrage gelöst ist. Grundsätzlich müsste sich dieses Verfahren deshalb auch ideal für die Börseneinführung eignen.²⁹

3. Ausgestaltung

In der Praxis werden Verfahren der Holländischen Auktion mit Einheitspreis in vielfältiger Ausgestaltung, als sog. «modifizierte Auktionen», angewandt. Differenzierungen sind notwendig, da je nach Art der Güter andere, modifizierte Auktionsverfahren erfolgsversprechend sind.³⁰

Den Ansätzen der Auktionsdesignlehre belässt die Rechtsordnung nach dem Grundsatz der Privatautonomie weiten Spielraum. Inwiefern die Bestimmungen der Art. 229 ff. OR über den Steigerungskauf zur Anwendung kommen, ist im Einzelfall zu klären. Soweit ein Auktionsverfahren für IPOs in den engen Geltungsbereich fällt, kommen, neben den in der Mehrzahl dispositiven, einige zwingende Bestimmungen zur Anwendung. Ausserhalb des Geltungsbereichs kommt eine Anwendung der Art. 229 ff. OR ergänzend durch Parteiwillen oder als hypothetischer Parteiwille im Rahmen der Auslegung in Betracht.³¹ Denkbar ist im Einzelfall auch eine Anwendung *per analogiam*.³² Im folgenden werden zentrale Parameter eines Auktionsverfahrens für IPOs aus rechtlicher und vertragstheoretischer Perspektive kurz beleuchtet.

²⁹ Freilich wären auch andere Auktionsverfahren zur Emission von Aktien denkbar, insb. die auf auktionstheoretischer Grundlage neu entwickelten Verfahren, vgl. dazu PAUL MILGROM, *Putting Auction Theory to Work*, Cambridge 2004, S. 251 ff. Vorschlag einer *ascending clock auction* und Diskussion verschiedener Modifikationen bei AUSUBEL (Fn. 10), S. 328 ff. Beachtung dürften auch das von William Vickrey entworfene OpenIPO-Verfahren oder die *Anglo-Dutch auction* (PAUL KLEMPERER, *Auctions with Almost Common Values*, *European Economic Review*, 1998, S. 757 ff.) finden.

³⁰ Vgl. MILGROM (Fn. 29), S. 24 f.

³¹ Zur Frage der Anwendung von Art. 229 ff. OR auf die private Versteigerung GIGER (Fn. 15), N 83 ff. zu Art. 229 OR, N 82 ff. zu Art. 230 OR; ANTON PESTALOZZI, *Wann gelten die Sonderbestimmungen des Versteigerungsrechts?*, *AJP* 2000, S. 984 ff.

³² SCHMID (Fn. 17), § 10 N 24. Bzgl. der analogen Anwendung von Art. 230 OR SCHMID (Fn. 17), § 10 N 156.

a) Selektion der Teilnehmer

Der Kreis der bietberechtigten Personen kann in den Auktionsbedingungen eingeschränkt werden. Neben den bereits heute aus Haftungsgründen gängigen Restriktionen bezüglich Wohnsitz bzw. Sitz der potentiellen Zeichner könnten die Auktionsbedingungen auch nur bestimmte Zielgruppen, beispielsweise institutionelle Investoren oder Kunden des Emittenten zur Auktion zulassen.³³ Darüber hinaus können bestimmte Personen oder Gruppen im Rahmen einer Privatemission bedient werden. Zur Sicherung einer ausreichend breiten Streuung sind umgekehrt Höchstquoten möglich³⁴, die mit Gruppenklauseln kombiniert werden können.

Aus kaufrechtlicher Perspektive werfen solche Einschränkungen des Bieterkreises die Frage auf, ob eine öffentliche oder eine private Auktion vorliegt. Letztere fällt gemäss Art. 229 Abs. 1 OR *e contrario* nicht unter die Sonderbestimmungen von Art. 229 ff. OR,³⁵ was im vorliegenden Zusammenhang wegen der Anfechtung gemäss Art. 230 OR interessant ist. Ein Teil der Lehre folgt strikte dem Wortlaut des Gesetzes und erkennt nur dann eine öffentliche Auktion, wenn sie öffentlich angekündigt wurde und jedermann bietberechtigt ist.³⁶ Spätestens seit briefliche oder internetbasierte Auktionsverfahren eine weltweite Teilnahme ermöglichen, bedarf die zweite Voraussetzung einer differenzierten Betrachtung – gerade im Hinblick auf IPOs: Als öffentlich muss eine Auktion u.E. dann gelten, wenn ein allgemein eingeschränkter, aber immer noch unbestimmter, offener Personenkreis mitbieten kann. Umgekehrt handelt es sich erst dann um eine private Auktion, wenn der Kreis der Bieter auf bestimmte Personen beschränkt, sc. geschlossen ist.³⁷ Dies trifft jedenfalls auf die in Lehre und Rechtsprechung genann-

³³ Vgl. AUSUBEL (Fn. 10), S. 323.

³⁴ AUSUBEL (Fn. 10), S. 322; METTLER (Fn. 1), S. 142; WOLFF (Fn. 3), S. 327.

³⁵ CAVIN (Fn. 17), S. 162; RUOSS, Basler Kommentar (Fn. 16), N 13 vor Art. 229–236 OR; SCHMID (Fn. 17), § 10 N 19; GIGER (Fn. 15), N 38 Vorbemerkungen zu Art. 229–236 OR.

³⁶ Vgl. RUOSS, Basler Kommentar (Fn. 16), N 17 ff. vor Art. 229–236 OR; GIGER (Fn. 15), N 38 Vorbemerkungen zu Art. 229–236 OR; HERMANN BECKER, Kommentar zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch, Band VI/2, Bern 1934, N 3 zu Art. 229 OR; GUHL/KOLLER (Fn. 16), § 41 N 108; PESTALOZZI (Fn. 15), N 112 ff.; PIERRE TERCIER, *Les contrats spéciaux*, 3^{ème} ed., Zürich 2003, § 20 N 1280.

³⁷ Ähnlich PIERRE ENGEL, *Contrats de droit suisse*, Bern 2000, S. 64. PESTALOZZI, AJP 2000 (Fn. 31), S. 984 bemerkt, dass «einschränkende Zulassungsbestimmungen allgemeiner Art» noch keine private Auktion ausmachen. Hinweise auf ein ähnliches Verständnis finden sich in den Materialien, Amtl. Sten. Bull. SR, 1910, S. 191; sowie bei GIGER (Fn. 15), N 41 Vorbemerkungen zu Art. 229–236 OR; PESTALOZZI (Fn. 15), N 116; HUGO

ten Beispiele privater Auktionen³⁸ zu. Gerade im Hinblick auf eine Anfechtung macht ein weites Verständnis des Begriffs Sinn. Art. 230 Abs. 1 OR bezweckt den Schutz der öffentlichen Ordnung im Rahmen einer Auktionen als wettbewerbsgestütztes Preisbildungsmodell.³⁹ An einer Auktion ist damit neben der freien Willensbildung⁴⁰ auch der unverfälschte Wettbewerb geschützt. Dieser Schutzgedanke findet seine Grenze frühestens an privaten, im geschlossenen Kreise stattfindenden Auktionsverfahren. Wer in einem unbestimmten, offenen Personenkreis ein wettbewerbsgestütztes Vertragsabschlussverfahren verwendet, ist daher in erzwingbarer Weise an die Regeln des Wettbewerbs gebunden.

Die Emission von Aktien im Auktionsverfahren ist folglich regelmässig eine öffentliche Auktion und als solche anfechtbar i.S.v. Art. 230 Abs. 1 OR; allgemeine Beschränkungen bzgl. Wohnsitz, Sitz oder Nationalität der Bieter vermögen daran nichts zu ändern. Ebenfalls keine relevante Beschränkung stellt das Erfordernis einer Anmeldung zur Feststellung von Identität und Bonität oder die Pflicht zur Leistung einer Garantiezahlung bzw. einer Teilnahmegebühr dar. Wird die Anmeldung aber z.Bsp. von einer Bankenbewilligung oder Effektenhändlerbewilligung abhängig gemacht, liegt eine private Auktion vor, als wären nur bestimmte Personen bietberechtigt.

Dass gewisse Anleger nach durchgeführter Auktion ausgeschlossen werden, resp. eine Zuteilung erhalten, obwohl höhere Gebote nicht berücksichtigt wurden, ist dagegen nicht ohne weiteres möglich. Eine nachträgliche Verweigerung des Zuschlages kommt nur bei missbräuchlichen Geboten

OSER/WILHELM SCHÖNENBERGER, Das Obligationenrecht, 2. Teil, 2. Aufl., Zürich 1929, N 6 Vorbem. zu Art. 229–236 OR; SCHMID (Fn. 17), § 10 N 15.

³⁸ Auktionen unter Miterben (Art. 612 ZGB), unter Mit- oder Gesamteigentümern (Art. 651 und 654 ZGB), unter Mitgliedern einer Gemeinde oder eines Vereins (vgl. OSER/SCHÖNENBERGER (Fn. 37), N 8 Vorbem. zu Art. 229–236 OR).

³⁹ BECKER (Fn. 36), N 1 zu Art. 230 OR; CAVIN (Fn. 17), S. 165; GIGER (Fn. 15), N 8 zu Art. 230 OR; RUOSS, Basler Kommentar (Fn. 16), N 1 zu Art. 230 OR; RUOSS (Fn. 15), S. 126.

⁴⁰ Neben einer Anfechtung gemäss Art. 230 Abs. 1 OR stehen einem Käufer auch die allgemeinen privatrechtlichen Rechtsbehelfe etwa gemäss Art. 23 ff. OR zu. BGE 40 II 380, Erw. 4; GIGER (Fn. 15), N 81 zu Art. 230 OR; OSER/SCHÖNENBERGER (Fn. 37), N 9 zu Art. 230 OR; PESTALOZZI (Fn. 15), N 567; RUOSS, Basler Kommentar (Fn. 16), N 15 ff. zu Art. 230 OR; SCHMID (Fn. 17), § 10 N 155; TERCIER (Fn. 36), § 20 N 1303. Eingehend zum Verhältnis zur Anfechtung wegen Täuschung i.S.v. Art. 28 OR RUOSS (Fn. 15), S. 176 ff.

oder gemäss ausdrücklichem Vorbehalt in Betracht⁴¹ – und nur unter Wahrung des Gleichbehandlungsgebots⁴².

b) Verbindliche Gebote

Der Bietende ist nach Massgabe der Versteigerungsbedingungen an sein Angebot gebunden (Art. 231 Abs. 1 OR). Die Verbindlichkeit der Gebote ist aus rechtlicher Sicht damit nur ein dispositives Merkmal einer Auktion – Vorbehalte können entweder in den Versteigerungsbedingungen vorgesehen sein oder aber anlässlich der Versteigerung mittels Konsens zustande kommen.⁴³ Sie müssen bei öffentlichen Versteigerungen allen Bietenden gleichermassen zustehen. Gewährt der Auktionator in Verletzung des Gleichbehandlungsgrundsatzes nur einzelnen Bieterinnen das Recht von ihren Geboten Abstand zu nehmen (*pactum de licitando*)⁴⁴, wird der Wettbewerb verfälscht, und es kommt eine Anfechtung der Auktion nach Art. 230 OR wegen Sittenwidrigkeit in Betracht.⁴⁵

Wenn Vorbehalte aber im Einzelfall möglich und sinnvoll sind, heisst das nicht, dass eine Auktion gänzlich ohne verbindliche Gebote auskommen könnte. Ihre Vorzüge als Preisfindungsverfahren sind letztlich in der Verbindlichkeit der Gebote begründet, indem sie bei richtiger Ausgestaltung die wahre Werteinschätzung der Marktteilnehmer offenbart. Sie fallen noch nicht dahin, wenn zunächst eine erste Runde unverbindlich geboten werden kann oder die Gebote bis zu einem bestimmten Zeitpunkt widerrufen werden können⁴⁶. Wenn aber bei Auktionsschluss keine verbindlichen Gebote vorliegen, liegt begriffsnotwendig auch keine Auktion vor.

⁴¹ Solche Vorbehalte wurden etwa im IPO von Google für spekulative und manipulative Gebote gemacht. Vgl. Google Auktionsbedingungen, <www.secinfo.com/d14D5a.148c8.htm>, besucht am 9. Mai 2006, S. 27.

⁴² GIGER (Fn. 15), N 65 zu Art. 229 OR; PESTALOZZI (Fn. 15), N 462 und 629 ff.

⁴³ Vgl. GIGER (Fn. 15), N 54 ff. zu Art. 231 OR.

⁴⁴ Vgl. zum Begriff GIGER (Fn. 15), N 45 f. zu Art. 230 OR; SCHMID (Fn. 17), § 10 N 140 f.; RUOSS (Fn. 15), S. 14.

⁴⁵ BGE 109 II 123, Erw. 2 b.

⁴⁶ Im Auktionsverfahren des IPO von Google konnten alle Gebote bis zum *closing* modifiziert oder widerrufen werden, vgl. Google Auktionsbedingungen (Fn. 41), S. 27.

c) Zuschlag an den Meistbietenden

Zentrales Element von Auktionsverfahren ist der Vertragsabschluss durch Zuschlag an die Person mit dem höchsten Gebot^{47, 48}. Aus rechtlicher Sicht hat der Zuschlag aber nicht zwingend an den Meistbietenden zu erfolgen. Art. 229 Abs. 3 OR behält einen abweichenden Willen des Veräusserers ausdrücklich vor, sodass der Zuschlag auch etwa an das zweithöchste oder ein anderswie ermitteltes Gebot erteilt werden könnte. Voraussetzung wäre, dass der Veräusserer die Kriterien für den Zuschlag in den Versteigerungsbedingungen entsprechend kund tut.⁴⁹ Entsprechende Modifikationen im Rahmen eines IPO sind jedoch auch mit Nachteilen behaftet, indem sie Spielraum für strategisches Verhalten der Bieter schaffen. Positiv zu erwähnen ist immerhin, dass solche Abweichungen in jeder Hinsicht transparent gemacht werden müssten.

d) Pflicht zum Zuschlag

Ob der Versteigerer zum Zuschlag überhaupt verpflichtet ist, ist umstritten.⁵⁰ Eine eindeutige Rechtslage kann jedoch parteiautonom geschaffen werden: Jedenfalls wenn der Verkäufer in den Versteigerungsbedingungen einen Vorbehalt gemacht hat, ist er wie ein gewöhnlicher Verkäufer frei, das Angebot des Bieters abzulehnen.⁵¹ Hat er umgekehrt einen sog. Reservepreis bekannt gegeben, ist er gegenüber Bietern, die diesen geboten haben, zum Zuschlag verpflichtet.⁵² Der Emittent kann daher in den Emissionsbedingun-

⁴⁷ GIGER (Fn. 15), N 9 Vorbemerkungen zu Art. 229–236 OR; GUHL/KOLLER (Fn. 16), § 41 N 108; PESTALOZZI (Fn. 15), N 419; RUOSS, Basler Kommentar (Fn. 16), N 5 zu Art. 229 OR; SCHMID (Fn. 17), § 10 N 84.

⁴⁸ Es kann sich dabei um den höchsten Käufer oder den günstigsten Anbieter handeln. Grundsätzlich ist daher auch die Submission ein Auktionsverfahren; sie wird wegen des bloss mittelbaren Verfahrens von der Auktion (vgl. oben Fn. 17) unterschieden; SCHMID (Fn. 17), § 10 N 6; RUOSS (Fn. 15), S. 5 Fn. 5; ferner GIGER (Fn. 15), N 12 Vorbemerkungen zu Art. 229–236 OR; RUOSS, Basler Kommentar (Fn. 16), N 4 vor Art. 229–236 OR.

⁴⁹ GIGER (Fn. 15), N 82 und N 89 f. zu Art. 229 OR.

⁵⁰ Vgl. CAVIN (Fn. 17), S. 164; GIGER (Fn. 15), N 59 f. zu Art. 229 OR; PESTALOZZI (Fn. 15), N 451 ff.; SCHMID (Fn. 17), § 10 N 81, insb. Fn. 104.

⁵¹ RUOSS, Basler Kommentar (Fn. 16), N 4 zu Art. 229 OR.

⁵² GIGER (Fn. 15), N 60 zu Art. 229 OR. Im Zweifel gegen einen Kontrahierungszwang SCHMID (Fn. 17), § 10 N 86. In diesem Zusammenhang ist die Auktion der Schweizer UMTS-Lizenzen im November/Dezember 2000 zu erwähnen. Die Auktionsbedingungen enthielten keinen Rücktrittsvorbehalt. Angesichts drohender Klagen mussten 4 Lizenzen unter nur 4 Interessenten versteigert und schliesslich zum (tiefen) Reservepreis

gen den Vorbehalt anbringen, nach erfolgter Versteigerung keine⁵³ oder nur einen Teil der Aktien auszugeben, letzteres um einem Einbruch der Nachfrage vorzubeugen⁵⁴. Wird dagegen ausschliesslich ein bestimmter Emissionskurs vorbehalten und dieser in der Auktion erreicht, muss der Emittent alle zur Emission vorgeschlagenen Aktien zuschlagen. Daneben können jedoch weitere gültige Vorbehalte gemacht werden, insbesondere auch dass bei Vorliegen wichtiger Gründe von einer Platzierung der Emission abgesehen werden kann.

Anleger, die in einer Holländischen Auktion mit Einheitspreis ein Gebot in der Höhe des markträumenden Preises oder darüber platziert haben, können daher grundsätzlich den Zuschlag verlangen. Wurde in den Auktionsbedingungen der Zuschlag an Gebote über dem markträumenden Preis vorbehaltlos angekündigt, liegt eine Abrede i.S. eines Verhandlungsvertrages⁵⁵ vor; der Anleger hat einen vertraglichen Erfüllungsanspruch und kann Schadenersatz gemäss Art. 97 OR verlangen. Ansonsten⁵⁶ steht er zum Emittenten immerhin in einem Vertragsverhandlungsverhältnis, das massgeblich durch die Auktionsbedingungen bestimmt ist; Verletzungen von Treu und Glauben verpflichten beide Seiten zum Ersatz des negativen Interesses aus *culpa in contrahendo*⁵⁷.

e) Gebote und Preisgestaltung

Die weitere Ausgestaltung eines Auktionsverfahrens zum Zwecke eines IPO kann im Rahmen dieses Beitrages nicht umfassend dargelegt werden. Im folgenden sei eine Auswahl entscheidender Parameter kurz besprochen.

zugeschlagen werden. Vgl. Eine verständliche Denkpause, Neue Zürcher Zeitung vom 14. November 2000, S. 21; UMTS-Auktion mit erwartetem Ausgang, Neue Zürcher Zeitung vom 7. Dezember 2000, S. 21.

⁵³ Vgl. zum Reservepreis und Alternativen AUSUBEL (Fn. 10), S. 332 f.

⁵⁴ Mit diesem Ziel kam eine Einschränkung beim IPO von Google zum Tragen, vgl. Google Auktionsbedingungen (Fn. 41), S. 28.

⁵⁵ Vgl. dazu PETER GAUCH/WALTER R. SCHLUEP/JÖRG SCHMID/HEINZ REY, Schweizerisches Obligationenrecht, Allgemeiner Teil, 8. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2003, N 982o ff.

⁵⁶ Ob eine verpflichtende Abrede oder bloss ein Treueverhältnis im Rahmen der Vertragsverhandlungen vorliegt, ist nach den Umständen des Einzelfalles zu beurteilen; SCHMID (Fn. 17), § 10 N 154. Vgl. zu dieser Abgrenzung bei der Submission, GAUCH/SCHLUEP/SCHMID/REY (Fn. 55), N 1064; PETER GAUCH, Der Werkvertrag, 4. Aufl., Zürich 1996, N 488 ff.

⁵⁷ SCHMID (Fn. 17), § 10 N 82.

Der durch die Auktion ermittelte markträumende Preis muss nicht notwendigerweise dem Emissionspreis entsprechen. Die Auktionsbedingungen können einen tieferen⁵⁸ oder auch höheren Preis vorbehalten, um ein *Underpricing* zu bewirken oder Unregelmässigkeiten im Auktionsprozess auszugleichen. Denkbar ist auch der Einbezug von qualitativen Merkmalen in das *Pricing*-Verfahren.⁵⁹ Ein solches Vorgehen wirft jedoch die Frage der Zuteilung auf. Im Rahmen eines Auktionsverfahrens ist vermutungsweise nach Massgabe des höchsten Gebotes zuzuteilen; die Auktionsbedingungen können freilich einen anderen Modus vorsehen⁶⁰. Auch wenn das Verfahren so immer noch Transparenz gewährleistet; es geht den Vorteilen der wettbewerbsgestützten Preisfestsetzung doch verlustig.

Die Preisfindung mittels Auktion mit Einheitspreis birgt zudem ein *Freeriding*-Problem. Der einzelne Bieter kann geneigt sein, auf eigene Informationsbeschaffung zu verzichten und die Bewertung der Aktie «den anderen» zu überlassen. Er selber kann sich seine Stellung mit einem vermutungsweise zu hohen Gebot sichern, da ihn die ersteigerten Aktien ja bloss den tieferen markträumenden Preis kosten. Ein Auktionsverfahren muss solchem taktischen Verhalten vorbeugen, wenn die Bewertung den Marktverhältnissen entsprechen soll. Daher sollten die Auktionsbedingungen nur auf einen bestimmten Betrag lautende Gebote zulassen, resp. Bestens-Gebote ausschliessen.⁶¹ Notwendig ist insb. der Vorbehalt, Gebote auszuschliessen, die auf einen zu hohen Betrag lauten (sog. maskierte Bestens-Gebote oder

⁵⁸ Lassen die Auktionsbedingungen einen (Emissions-)Preis unter dem markträumenden Preis zu, spricht man von einer *dirty auction*, vgl. ANN E. SHERMAN, Global trends in IPO methods: Book building versus auctions with endogenous entry, *Journal of Financial Economics*, 2005, S. 615 ff., 616. Als Beispiel dient wiederum der IPO von Google Auktionsbedingungen (Fn. 41), S. 28. Über den blossen Vorbehalt hinaus sind auch die Kriterien für eine abweichende Preisfestsetzung beschrieben.

⁵⁹ Dazu wird nach Abschluss der Zeichnungsfrist für jedes Angebot eine Preis-Mengenfunktion erstellt. Nach Aufschlüsselung der Gesamtnachfrage in private und institutionelle Anleger wird auf Grundlage der erarbeiteten Informationen ein Gleichgewichtspreis ermittelt. Als solcher gilt derjenige Preis, der eine Mindestzahl institutioneller Investoren einbezieht. ANN-KRISTIN ACHLEITNER, *Handbuch Investment Banking*, 2. Aufl., Wiesbaden 2000, S. 570; HOLGER FLEISCHER, Börseneinführung von Tochtergesellschaften, *ZHR* 2001, S. 513 ff., 535; KOEHLER (Fn. 5), S. 52.

⁶⁰ Zum Beispiel eine *pro-rata* Allokation, vgl. das französische *Offre à Prix Ouvert* (OPO), oder eine *maximum share* Allokation, so bei Google Auktionsbedingungen (Fn. 41), S. 29.

⁶¹ METTLER (Fn. 1), S. 142. Vgl. Google Auktionsbedingungen (Fn. 41), S. 27. Bestens-Gebote können auch erst ab einem gewissen Volumen ausgeschlossen werden, wie das bei der Auktion von Eidgenössischen Bundesanleihen der Fall ist.

Mondgebote)⁶² oder offensichtlich zu manipulativen Zwecken abgegeben worden sind.

Schliesslich ist ein weiteres, aus der Auktionstheorie bekanntes Phänomen zu beachten. Der sog. *winner's curse*⁶³ spielt in allen *common-value*⁶⁴ Auktionen eine Rolle: Wer in einer Auktion den Zuschlag erhält, war bereit mehr zu bezahlen als seine Mitbieter. Er ist derjenige, der den Wert des Gutes am höchsten einschätzt und daher mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit auch überschätzt. Der Fluch des Siegers, oder eben *the winner's curse*, ist es, das ersteigerte Gut vermutlich überzahlt zu haben. Von dieser Einsicht wird sich der erfahrene Auktionsteilnehmer bereits bei der Abgabe seiner Gebote leiten lassen;⁶⁵ die Gefahr einer Überbewertung besteht allenfalls bei wenig erfahrenen Bietern. Welche Rolle der *winner's curse* bei der Emission von Aktien spielt, ist allerdings unklar. Immerhin ist auch die spätere Bestimmung des Wertes durch den Sekundärmarkt⁶⁶ keine absolut richtige, sondern genauso von privaten Informationen der Anleger abhängig. Hinzu kommt, dass sich das Problem des *winner's curse* auch über die Gestaltung der Auktion angehen lässt. Sinnvoll erweisen sich in diesem Zusammenhang die verschlossenen Gebote⁶⁷: Der höhere Bieter gewinnt zu einem Preis, den der

⁶² Im französischen OPM (*Offre à Prix minimal*, frühere *Mise en vente*) wird dies durch interne Festlegung eines Höchstpreises bei der Preisberechnung erreicht; über dem Höchstpreis liegende Gebote werden ausgeschlossen. Vgl. dazu FRANÇOIS DERRIEN/KENT L. WOMACK, Auctions vs. Bookbuilding and the Control of Underpricing in Hot IPO Markets, *The Review of Financial Studies*, Spring 2003, S. 31 ff., 34 f.

⁶³ Zum Begriff vgl. PAUL MILGROM, Auctions and Bidding (Fn. 21), S. 3 ff. Genauer untersucht wurde der *winner's curse* im Zusammenhang mit Auktionen über Explorationslizenzen von Bodenschätzen, insbesondere Erdgas, in den USA.

⁶⁴ Unterschieden werden die Modelle der *common-value* und *private-value* Auktionen. In *common-value* Modellen haben die Güter einen objektiven, für alle Bieter gleichen Wert, die Bieter verfügen aber über unterschiedliche private Informationen über diesen Wert. Beispiele sind etwa Explorationslizenzen für Bodenschätze, Mobilfunklizenzen, Submissionen, Anleihen, Aktien. In *private-value* Modellen dagegen misst jeder Bieter dem Gegenstand einen individuellen Wert, abhängig vom persönlichen Nutzen oder Vorlieben zu; klassisches Beispiel sind Kunstgegenstände. Vgl. zum Ganzen KLEMPERER (Fn. 21), S. 12 f.; MILGROM (Fn. 29), S. 162.

⁶⁵ Vgl. KLEMPERER (Fn. 21), S. 14; MILGROM, Auctions and Bidding (Fn. 21), S. 5 f.

⁶⁶ Der auftragsgesteuerte Börsenhandel ist mit kontinuierlichen mehrseitigen Auktionen vergleichbar. Dem Handelsschluss an der SWX geht eine eigentliche Schlussauktion vor, vgl. Matching Regeln, S. 9 ff., <www.swx.com/download/trading/education/tmup_3_match_de.pdf>, besucht am 27. April 2006.

⁶⁷ Im Gegensatz zur vorgestellten Holländischen Auktion, eine *multi-unit sealed-bid auction* mit Einheitspreis (vgl. oben Fn. 25), wären auch offene Gebote denkbar. Dadurch würde mehr Information – die Gebote der Konkurrenten – zur Verfügung

unterlegene Bieter nicht geboten hat – den er aber allenfalls bereit gewesen wäre zu zahlen, hätte er gewusst, dass höhere Gebote vorliegen, andere Bieter den Wert des Gutes also höher einschätzen. In einer Auktion mit offenen Geboten hätte er aus dieser Überlegung heraus möglicherweise selber höher geboten.⁶⁸ Denkbar wären zudem rechnerische Massnahmen bei der Festlegung des Emissionspreises.

Dass der *winner's curse* als Charakteristikum einer Auktion auf Seiten des Versteigerers und der Bieter beachtet werden muss, spricht aber nicht gegen die Verwendung der Auktion als Verfahren zur wettbewerbsgestützten Preisbestimmung an sich. Ansonsten müsste man auch das ganze Submissionsverfahren für öffentliche Aufträge überdenken.

4. Praxis

In der Praxis wurden bis jetzt allerdings nur einige wenige IPOs, welche breitere Beachtung gefunden haben, im Verfahren der Holländischen Auktion durchgeführt. Die Beurteilung des wohl bekanntesten Falles, der Börseneinführung von Google, fällt gemischt aus.⁶⁹ Die Probleme dürften aber primär auf die fehlende Erfahrung des IPO-Marktes mit Auktionen sowie auf den latenten Widerstand der Wall Street zurückzuführen sein, die ihren als wohl erworbenen verstandenen Anteil an der IPO-Prämie in Frage gestellt sah. In Frankreich hat das Auktionsverfahren mit dem *Offre à Prix Minimum* (OPM)⁷⁰ seinen festen Platz, mit dem modernen *Offre à Prix Ouvert* (OPO)⁷¹ wird zudem ein auktionnahes Verfahren angewendet, das verbindliche Gebote und eine transparente *pro-rata* Allokation vorsieht. Die jüngsten Erfah-

stehen und der Auktionsprozess vermutlich effizienter. Weitere Vorteile offener Gebote bei AUSUBEL (Fn. 10), S. 318.

⁶⁸ Vgl. KLEMPERER (Fn. 21), S. 115.

⁶⁹ Die geringe Nachfrage kann auf ein schlechtes Timing (Nasdaq Kurskorrektur) und komplexe Registrierungsbedingungen, die das Hochtreiben des Preises durch wenig erfahrene Investoren zu verhindern suchten, zurückgeführt werden. Eine Rolle dürfte zudem die als restriktiv empfundene Informationspraxis gespielt haben. Google stellte an *Roadshows* auch institutionellen Investoren nur die im öffentlichen Prospekt bekannt gegebenen Informationen zur Verfügung. Vgl. NAYANTARA HENSEL, Are Dutch Auctions Right for Your IPO?, HBSWK vom 11. April 2005; JAMES SUROWIECKI, The Financial Times vom 20. August 2004, S. 17; DEBORAH BREWSTER/RICHARD WATERS, Lessons of Google's frugal float, The Financial Times vom 21. Oktober 2004, S. 11.

⁷⁰ Zu diesem Verfahren DERRIEN/WOMACK (Fn. 62), S. 34 ff.

⁷¹ Beschrieben in FRANÇOIS DERRIEN, IPO Pricing in «Hot» Market Conditions: Who Leaves Money on the Table?, The Journal of Finance, February 2005, S. 487 ff., 499 f.

rungen mit Emissionen im Auktionsverfahren *OpenIPO* sind mehrheitlich positiv.⁷²

5. Fazit

Angesichts der vielfältigen Ausgestaltungsmöglichkeit spricht viel dafür, dass sich Aktien ohne Nachteile für die Gesellschaft mit einer Auktion direkt zu einem markträumenden Preis platzieren lassen. Insbesondere kann für die heute verwendeten Emissionsverfahren nicht ohne weiteres rechtfertigend geltend gemacht werden, sie stellten den besten auch wirklich verfügbaren Weg zur Platzierung von Aktien dar. Umso kritischer sind deshalb die Schwächen der bestehenden Verfahren und vor allem ihrer Umsetzung im Markt zu beurteilen.

IV. Bookbuilding

Standardverfahren für Aktienemissionen ist heute das sog. Bookbuilding⁷³. Als dessen Kernelemente gelten die strategische bzw. gewillkürte Preisfestlegung und Allokation der Aktien. Begrifflich ist jedoch zu beachten, dass das Bookbuilding nicht nur als Platzierungs- und Preisfindungsmechanismus zu verstehen ist, sondern ein umfassendes Emissionskonzept darstellt.⁷⁴

1. Marktprozesse

Technisch lässt sich das Verfahren wie folgt gliedern:

- In der *Pre-Marketing*-Phase, vor Bekanntgabe der Zeichnungsaufforderung, wird ein erster Markttest für die Bewertung der Aktien durchgeführt. An Informationsveranstaltungen werden ausgewähl-

⁷² Vgl. Open and Fair: Why Wall St. Hates Auctions, The New York Times vom 18. März 2006. Aktuelle Emissionen unter <www.openipo.com>, besucht am 20. April 2006.

⁷³ Das im angelsächsischen Raum bereits seit den Achtzigerjahren etablierte Verfahren wurde in der Schweiz erstmals beim Spinn-Off von Clariant im Juni 1995 verwendet und gilt heute als der weltweit vorherrschende Mechanismus zur Börseneinführung. MAX BOEMLE/CARSTEN STOLZ, *Unternehmensfinanzierung*, 13. Aufl., Zürich 2002, S. 372; DANIEL DAENIKER, *Zuteilungsgrundsätze bei Aktienplatzierungen*, in: Hans Caspar von der Crone et al. (Hrsg.), *FS für Dieter Zobl zum 60. Geburtstag*, Zürich/Basel/Genf 2004, S. 341 ff., 344.

⁷⁴ MARCUS WILLAMOWSKI, *Bookbuilding*, Köln/Berlin/Bonn/München 2000, N 48 ff; KOEHLER (Fn. 5), S. 54 f.

te Schlüsselinvestoren mit den von Emittent und Bankenkonsortium erstellten Unternehmensanalysen (insb. der *Equity Story*) vertraut gemacht und deren eigene Bewertungsvorstellungen in Erfahrung gebracht. Anhand dieser Informationen und der selbst vorgenommenen Unternehmensbewertungen wird der Preisrahmen für die folgende Zeichnungsaufforderung ermittelt⁷⁵.

- Zu Beginn der anschliessenden *Marketing*-Phase wird die Zeichnungsfrist sowie der Preisrahmen bekannt gegeben, innerhalb dessen die Investoren die Aktien zeichnen können. Parallel zur Zeichnungsaufforderung erfolgt die Vermarktung der Aktie anhand detaillierter Unternehmenspräsentationen (*Roadshows*) und auf finanzkräftige Investoren zugeschnittener Einzelgespräche (*One-on-Ones*).⁷⁶ Während dieser Phase erfolgt die Eingabe der Zeichnungswünsche der potentiellen Anleger. Neben den Vorstellungen über Preis und Volumen werden noch weitere Informationen gesammelt, welche der Strukturierung der Nachfrage dienen sollen. Ab einer bestimmten Ordergrösse werden die Investoren individuell erfasst. Die einzelnen Banken informieren den Konsortialführer über die Identität, die Geschäftstätigkeit sowie ihre Erfahrung hinsichtlich des zeitlichen Horizonts (kurz- oder langfristig) des betroffenen Anlegers.⁷⁷ Am Ende der Zeichnungsfrist erfolgt die Erfassung der Nachfrage anhand der Gesamtheit der eingegangenen Zeichnungswünsche und der angegebenen Kaufpreise sowie unter Berücksichtigung der zusätzlich gesammelten Investorenmerkmale. Ziel ist die Ermittlung eines marktgerechten, einheitlichen Platzierungspreises unter Beachtung der Angebotsqualität.⁷⁸ I.d.R. wird der Emissionspreis nicht an der Schnittstelle festgelegt, bei der die Nachfrage das Emissionsvolumen voll ausschöpft. Durch ein gezieltes *Underpricing*

⁷⁵ Die Breite der Preisspanne bewegt sich üblicherweise zwischen 10 und 20 Prozent. WOLFGANG GROSS, *Bookbuilding*, ZHR 1998, S. 318 ff., 320 f.; WILLAMOWSKI, *Bookbuilding* (Fn. 74), N 137 ff.; STOLZ (Fn. 11), S. 295 ff.; DANIEL DAENIKER, *Underwriting Agreement, Rechtliche Grundlage von öffentlichen Aktienangeboten schweizerischer Gesellschaften*, in: Rolf Watter (Hrsg.), *Rechtsfragen beim Börsengang von Unternehmen*, Zürich 2002, S. 159 ff., S 164.

⁷⁶ STOLZ (Fn. 11), S. 302 f.; GROSS (Fn. 75), S. 321 f.; WILLAMOWSKI, *Bookbuilding* (Fn. 74), N 178 ff.

⁷⁷ STOLZ (Fn. 11), S. 305; GROSS (Fn. 75), S. 322; GRAVENHORST (Fn. 13), S. 41.

⁷⁸ STOLZ (Fn. 11), S. 310 ff.; GROSS (Fn. 75), S. 322.

(ca. 5–10 %) soll eine positive Entwicklung des Börsenkurses im Sekundärmarkt sichergestellt werden.⁷⁹

- Abschliessend werden den einzelnen Anlegern die Aktien zugeteilt. Übersteigt die Nachfrage zum festgelegten Emissionspreis das Angebotsvolumen⁸⁰, erfolgt durch das Bankenkonsortium in Absprache mit dem Emittenten eine selektive Allokation der Aktien.⁸¹ Die Zuteilung erfolgt i.d.R. nach strategischen Überlegungen bezüglich der Qualität der eingegangenen Zeichnungswünsche, unter Berücksichtigung der Zielsetzungen des Emittenten.⁸²

2. Aufsichtsrechtliche Aspekte des Bookbuilding

Die Schweiz kennt kein einheitliches Kapitalmarktrecht. Primären Regelungsgegenstand des BEHG bildet der Sekundärmarkt.⁸³ Auf eine ausführliche Regelung des Primärmarktes im BEHG wurde verzichtet, vor allem um rechtssystematisch störende Doppelspurigkeiten zu vermeiden. *Sedes materiae* bleibt weiterhin das Obligationenrecht, insbesondere die Prospektpflicht (Art. 652a und 1156 Abs. 1 und 2 OR) und die Prospekthaftung (Art. 752 und 1156 Abs. 3 OR).⁸⁴ Indessen ergibt sich insofern ein gewisser Einfluss auf die Emissionstätigkeit, als Art. 2 lit. d BEHG auch solche Personen als Effektenhändler definiert, welche gewerbsmässig Effekten auf dem Primärmarkt

⁷⁹ DAENIKER, Zuteilungsgrundsätze (Fn. 73), S. 344; ANDREAS BOHRER, Aktienzuteilungen beim Börsengang, ST 2004, S. 651 ff., 651 f.; WILLAMOWSKI, Bookbuilding (Fn. 74), N 225.

⁸⁰ Eine Überzeichnung ist schon aufgrund des erwähnten Vorgehens bei der Preisfestlegung der Normalfall. Dieses Ergebnis wird weiter dadurch verstärkt, dass Anleger zu strategischen Verhalten tendieren. Rechnen die Investoren mit einer selektiven Allokation, sind sie dazu verleitet, die gewünschte Menge an zu emittierenden Aktien zu übertreiben, um ihre Zuteilungschancen zu verbessern (sog. Majorisierung). Vgl. oben II.3.a.

⁸¹ WILLAMOWSKI, Bookbuilding (Fn. 74), N 229; DAENIKER, Zuteilungsgrundsätze (Fn. 73), S. 344.

⁸² DIETER ZOBL/STEFAN KRAMER, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Zürich/Basel/Genf 2004, N 1099; DAENIKER, Zuteilungsgrundsätze (Fn. 73), S. 344.

⁸³ Botschaft zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. Februar 1993, BBl 1993 I S. 1993 ff., 1397; statt vieler PETER NOBEL, Schweizerisches Finanzmarktrecht, 2. Aufl., Bern 2004, § 10 N 7.

⁸⁴ DIETER ZOBL, in: Gérard Hertig/Christian Meier-Schatz/Robert Roth/Urs P. Roth/Dieter Zobl (Hrsg.), Kommentar zum Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel, Zürich 2000, N 114 Einl.

öffentlich anbieten⁸⁵. Die an der Emission beteiligten Banken bedürfen daher einer Bewilligung der Eidgenössischen Bankenkommission⁸⁶ und unterstehen den Anforderungen von Art. 10 Abs. 2 BEHG, insbesondere der Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit⁸⁷. Dieser unbestimmte Begriff erfährt einerseits eine Konkretisierung in den Verhaltensregeln von Art. 11 BEHG⁸⁸, vor allem aber auch im Rahmen der Selbstregulierung⁸⁹.

a) Zuteilungsrichtlinien der Schweizerischen Bankiervereinigung

Von Bedeutung sind im vorliegenden Zusammenhang die Zuteilungsrichtlinien für den Emissionsmarkt der Schweizerischen Bankiervereinigung (Zuteilungsrichtlinien), welche per 1. Januar 2005 in Kraft getreten sind. Es handelt sich dabei um eine sog. gesteuerte Selbstregulierung⁹⁰. Sie wurden auf

⁸⁵ Art. 2 Abs. 1 BEHV qualifiziert denn ausdrücklich Emissionshäuser als Effekthändler. Vgl. auch Botschaft (Fn. 83), S. 1385; ROLF WATTER, in: Nedim Peter Vogt/Rolf Watter (Hrsg.), Basler Kommentar zum Schweizerischen Kapitalmarktrecht, Basel 1999, N 4 zu Art. 1 BEHG; ZOBL (Fn. 84), N 114 Einl.; ROLF H. WEBER, Börsenrecht, Zürich 2001, N 10 zu Art. 1 BEHG.

⁸⁶ Art. 10 Abs. 1 BEHG i.V.m. Art. 34 BEHG; WATTER (Fn. 85), N 4 zu Art. 1 BEHG; DAENIKER, Underwriting (Fn. 75), S. 169; Banken die dem BankG unterstellt sind brauchen also zusätzlich zur Bankenbewilligung (Art. 3 BankG) auch eine Effekthändlerbewilligung, soweit sie als Emissionshaus agieren wollen. GÉRARD HERTIG/URS SCHUPPISSER, in: Nedim Peter Vogt/Rolf Watter (Hrsg.), Basler Kommentar zum Schweizerischen Kapitalmarktrecht, Basel 1999, N 5 zu Art. 10 BEHG; MANFRED KÜNG/FELIX M. HUBER/MATTHIAS KUSTER, Kommentar zum Börsengesetz, Bd. 2, Zürich 2004, N 5 zu Art. 10 BEHG.

⁸⁷ Art. 10 Abs. 2 lit d BEHG. Obwohl das Emissionsgeschäft eigentlich Gegenstand des BEHG ist, prüft die EBK entsprechende Normverstösse einer Bank immer auch unter dem Blickwinkel von Art. 3 BankG. DANIEL BODMER/BEAT KLEINER/BENNO LUTZ, Kommentar zum Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen, Zürich 2005, N 223 zu Art. 3 BankG.

⁸⁸ EBK Bulletin 2000/40, S. 26; KÜNG/HUBER/KUSTER (Fn. 86), N 1 zu Art. 11 BEHG; URS P. ROTH, in: Gérard Hertig/Christian Meier-Schatz/Robert Roth/Urs P. Roth/Dieter Zobl (Hrsg.), Kommentar zum Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel, Zürich 2000, N 19 zu Art. 11 BEHG; ALEXANDER WYSS, Verhaltensregeln für Effekthändler, Diss. Zürich 2000, S. 41. Zur Tragweite dieser Vorschriften für Emissionen vgl. unten IV.3.c.bb.

⁸⁹ WYSS (Fn. 88), S. 46; HERTIG/SCHUPPISSER (Fn. 86), N 12 ff. zu Art. 11 BEHG; CHRISTOPH WINZELER, in: Rolf Watter/Nedim Peter Vogt/Thomas Bauer/Christoph Winzeler (Hrsg.), Bankengesetz, Basel 2005, N 27 zu Art. 3 BankG.

⁹⁰ Unter gesteuerter Selbstregulierung versteht man eine zwar primär von Privaten erstellte Regulierung, bei der jedoch eine übergeordnete Instanz beteiligt ist, sei es am Er-

Aufforderung der Bankenkommission erlassen und nach einmaliger Bereinigung⁹¹ mit Beschluss vom 27. Mai 2004 von dieser als aufsichtsrechtlicher Mindeststandard anerkannt⁹². Deren Verletzung ist folglich gewährsrelevant⁹³ und ihre Einhaltung Prüfungsgegenstand der Revisionsstellen im Sinn von Art. 17 f. BEHG⁹⁴.

aa) *Dokumentation*

Die Zuteilungsrichtlinie verpflichtet die Bank zuerst einmal das Zuteilungsverfahren zu dokumentieren. Ziel ist dabei nicht die Transparenz gegenüber dem Markt. Vielmehr geht es darum, das Zuteilungsverfahren *ex post* bankintern, für die Revisionsstelle und für die Aufsichtsbehörde nachvollziehbar zu machen.⁹⁵ Gegen aussen besteht hingegen nur eine beschränkte Publizitätspflicht. Zu veröffentlichen ist nur das Platzierungsvolumen, die Höhe der Zuteilungen im Rahmen eines *Friends & Family*-Programms⁹⁶ sowie die allfällige Ausübung einer Mehrzuteilungsoption^{97, 98}.

lass, an der Überwachung oder an der Durchsetzung. GEORG MÜLLER, *Elemente der Rechtssetzungslehre*, 2. Aufl., Zürich 2006, N 37 ff.

⁹¹ Die Bankenkommission kam nach einer Untersuchung der Zuteilungspraxis bei Erstemissionen zum Schluss, dass sich eine Regulierung dieses Bereiches aufdränge. EBK Jahresbericht 2003, S. 96. Ende 2003 wurde der Entwurf der Bankiervereinigung zur Überarbeitung zurückgewiesen, da er den Anforderungen der Gleichbehandlung, der Verhältnismässigkeit und den Transparenz nicht genügte. EBK Jahresbericht 2004, S. 80.

⁹² EBK Rundschreiben 04/2, N 1 sowie Anhang I Ziff. 14; Zuteilungsrichtlinien Ziff. 14. Rechtsgrundlage für diese hoheitliche Verbindlichkeitserklärung bildet Art. 35 Abs. 1 BEHG. Der Einfluss der EBK erstreckt sich somit auf den Erlass der Regulierung sowie auf deren Überwachung und Durchsetzung. Vgl. zum Ganzen MONIKA ROTH, *Die Standesregeln der Schweizer Banken*, Basel 2004.

⁹³ DAENIKER, *Zuteilungsgrundsätze* (Fn. 73), S. 349; HUGO RENZ, *Selbstregulierung im schweizerischen Bankwesen – ein Erfolgsrezept*, in: Hans Caspar von der Crone et al. (Hrsg.), *FS für Dieter Zobl zum 60. Geburtstag*, Zürich 2004, S. 129 ff., 127 f.; BOHRER (Fn. 79), Fn. 15; BODMER/KLEINE/LUTZ (Fn. 87), N 114 zu Art. 3 BankG.

⁹⁴ EBK Rundschreiben 04/2, N 3.

⁹⁵ Ziff. 6.1 Zuteilungsrichtlinien.

⁹⁶ Dazu unten IV.2.a.cc.

⁹⁷ Gemäss Ziff. 8 der Zuteilungsrichtlinien muss über Mehrzuteilungsoptionen auch im Prospekt Aufschluss gegeben werden, unter Angabe der Vertragsparteien, den Umfang und die Dauer der Vereinbarung. Zur Bedeutung und Funktionsweise der Mehrzuteilungsoptionen vgl. SCHANZ (Fn. 3), § 10 N 91 ff.

⁹⁸ Ziff. 11 Zuteilungsrichtlinien.

bb) Zuteilung nach sachlichen Kriterien

Materiell muss das Zuteilungsverfahren auf sachlichen Kriterien beruhen.⁹⁹ Verlangt wird demzufolge eine relative Gleichbehandlung der Anleger.¹⁰⁰ Die Allokationskriterien müssen generell mit Struktur (vorgesehener Investorenmix) und Intention (z.Bsp. Expansion der Kapitalbasis ins Ausland) der Emission begründbar sein.¹⁰¹ Allerdings müssen sie nicht von Anfang an feststehen. Vielmehr genügt es, dass sie diesen Test rückblickend bestehen. Die eher programmatische Anforderung der Sachlichkeit wird im Rahmen der Zuteilungsrichtlinien positiv und negativ konkretisiert. In Ziff. 6.5 wird für einige Verhaltensweisen ausdrücklich die Unsachlichkeit festgehalten:

- *Laddering*: Berücksichtigung derjenigen Investoren, welche sich bereits im Vorfeld verpflichten, weitere Aktien zu höheren Preisen am Sekundärmarkt nachzukaufen. Solche Praktiken bewirken eine künstliche Erhöhung der Nachfrage auf dem Sekundärmarkt und eine damit einhergehende Preiserhöhung. Die Folgen sind ein vorgetauschter Platzierungserfolg und die Ermöglichung ungerechtfertigter kurzfristiger Gewinne.¹⁰²
- *Quid pro quo Agreements*: Leistung von ungerechtfertigten Kommissionen oder Kommissionszuschlägen durch den Anleger zur Erhaltung einer bevorzugten Behandlung bei der Aktienzuteilung. Wirtschaftlich geht es um das Verbot von sog. *Kick Back Agreements*, durch die ein Teil des Gewinnes aus dem kurzfristigen Verkauf der zugeteilten Aktien mittels überhöhten Kommissionen oder anderen Leistungen an das Emissionshaus zurückgeht.
- *Spinning*: Zuteilung der Aktien gegen Ankündigung oder Zusicherung von Aufträgen an die betreffende Bank.

Ziff. 7 zählt für Privatanleger exemplarisch eine Liste von Kriterien auf, welche der Anforderung der Sachlichkeit im Zuteilungsverfahren genügen.¹⁰³

⁹⁹ Ziff. 1, 6.1, 6.3 und 7 Zuteilungsrichtlinien.

¹⁰⁰ EBK Jahresbericht 2004, S. 81.

¹⁰¹ GROSS (Fn. 75), S. 331.

¹⁰² KOEHLER (Fn. 5), S. 86. TEODORO D. COCCA, Neue Zürcher Zeitung vom 25. April 2003, S. 33.

¹⁰³ Strukturell lässt sich die Aufzählung in objektivierte (Los, Ordergrösse, zeitliche Priorität, Kaufpreis usw.) und subjektive (Dauer der Bindung, Portofoliostruktur usw.) Kriterien unterscheiden. DAENIKER, Zuteilungsgrundsätze (Fn. 73), S. 352 f.

cc) *Zuteilung auf Wunsch des Emittenten*

Gemäss Ziff. 9 der Zuteilungsrichtlinien sind sog. *Friends & Family*-Programme auf Wunsch des Emittenten zulässig. Es geht um das Recht, einen bestimmten Teil der Aktien direkt an zuvor vom Emittenten festgelegte Personen zuzuteilen. Transparenz soll dadurch geschaffen werden, dass über solche Programme unter Angabe der maximalen Höhe der Quote insgesamt und der Kategorien der Zuteilungsberechtigten im Prospekt Aufschluss gegeben wird.¹⁰⁴ Die Tragweite dieser Bestimmung bleibt weitgehend unklar. Selektive Zuteilungen müssten eigentlich ähnlichen Anforderungen genügen wie ein Bezugsrechtsausschluss. Soweit es sich um langfristige Geschäftsbeziehungen handelt, wäre eine Aktienzuteilung auch gestützt auf einen Bezugsrechtsausschluss zulässig.¹⁰⁵ Dementsprechend spricht hier nichts gegen eine gezielte Zuteilung. Zweifellos zulässig wäre auch die bevorzugte Zuteilung an Mitarbeiter. Ob hingegen Zuteilungen bloss aufgrund der Bekanntheit mit dem Emittenten ohne Förderung der Gesellschaftsinteressen ermöglicht werden sollen bzw. dürfen, ist fragwürdig.¹⁰⁶

dd) *Zuteilung an Nostro*

Zuteilungen an Nostro (Eigen- bzw. Handelsbestand) sind zulässig, aber nur in Absprache mit dem Emittenten und nur in angemessenem Umfang, als Grundlage für das *market making*, zur Stabilisierung oder aus anderen sachlichen Gründen.¹⁰⁷ Auch die Übernahme an Nostro bei mangelnder Zeichnung ist (gezwungenermassen) zulässig.¹⁰⁸

¹⁰⁴ Ziff. 9 Zuteilungsrichtlinien am Ende.

¹⁰⁵ Es fehlt hier denn auch nicht an einem sachlichen Grund, da die Bindung von Partnerunternehmen an die eigene Gesellschaft durchaus legitimen Gesellschaftsinteressen folgt. WYSS (Fn. 88), S. 349; KOEHLER (Fn. 5), S. 72; CHRISTINA ESCHER-WEINGART, Die Zuteilung von Aktien beim «going public»– Gleiches Recht für alle?, AG 2000, S. 164 ff., 170; GRAVENHORST (Fn. 13), S. 87.

¹⁰⁶ KOEHLER (Fn. 5), S. 72 f.; GRAVENHORST (Fn. 13), S. 87 f.; MARKUS WILLAMOWSKI, Die strategische Allokation von Aktien bei Emissionen, WM 2001, S. 653 ff, 661 f.; ESCHER-WEINGART (Fn. 105), S. 170.

¹⁰⁷ Ziff. 10.1 Zuteilungsrichtlinien.

¹⁰⁸ Ziff. 10.2 Zuteilungsrichtlinien. Zum Ganzen DAENIKER, Zuteilungsgrundsätze (Fn. 73), S. 353 f.

ee) *Zivilrechtliche Bedeutung der Zuteilungsrichtlinien*

In Ziff. 3 der Zuteilungsrichtlinien wird ausdrücklich festgehalten, dass diese keine Auswirkung auf das zivilrechtliche Verhältnis der Banken zu ihren Kunden haben. Die praktische Tragweite dieses Vorbehalts hält sich jedoch in Grenzen. Es bleibt dem Zivilrichter unbenommen, bei der Gesetzes- sowie bei der Vertragsauslegung¹⁰⁹ auf die Zuteilungsrichtlinien fallweise als Usanz zurückzugreifen.¹¹⁰

b) Würdigung

Die Zuteilungsrichtlinien sind zumindest ein Schritt hin zu einer valablen Lösung der Allokationsproblematik. Vor allem die Konkretisierung der verbotenen Praktiken stellt einen willkommenen Beitrag zur Rechtssicherheit im Aufsichtsrecht dar. Darüber hinaus bleibt das Zuteilungsverfahren jedoch beschränkt justiziabel, da es weiterhin durch subjektive Kriterien bestimmt sein kann.¹¹¹ Auch die Bestimmungen zur Dokumentation sind in Bezug auf die Praktikabilität der aufsichtsrechtlichen Kontrolle zu begrüßen. Gerade punkto Transparenz muss man sich jedoch fragen, ob nicht zu kurz gegriffen wurde. Das Endergebnis bleibt weit hinter dem programmatischen Ansatz der Richtlinien zur Schaffung von Transparenz zurück.¹¹² Es wäre einem Bankenkonsortium ohne weiteres zuzumuten, im Voraus bekanntzugeben, welches Vorgehen bei der Zuteilung geplant ist¹¹³ und im Nachhinein

¹⁰⁹ Voraussetzung für diese Auswirkung ist, dass der Investor im Rahmen einer vorbestehenden vertraglichen Beziehung (z.Bsp. Vermögensverwaltungsauftrag) den Auftrag zur Zeichnung erteilt hat. Wie oben (IV.3.a) dargelegt, entsteht mit der blossen Zeichnung noch kein Vertrag. Man kann sich allerdings fragen, ob die Verkehrssitte als Massstab der durch das Vertrauensprinzip geforderten Objektivierung im Rahmen der vertraglichen Willenäusserungen nicht auch schon eine Auswirkung auf die vorvertragliche Vertrauenslage haben kann.

¹¹⁰ DAENIKER, Zuteilungsgrundsätze (Fn. 73), S. 349; WINZELER (Fn. 89), N 32 zu Art. 3 BankG; ROTH (Fn. 88), N 34 zu Art. 11 BEHG; URS EMCH/HUGO RENZ/RETO ARPAGAU, Das Schweizerische Bankgeschäft, 6. Aufl., Zürich 2004, N 177. BGE 108 II 314, 318; 115 II 62, 64; ZR 2003, S. 297 f. Vgl. auch BGE 4C.45/2001, Erw. 4a «Ce devoir d'information peut être fondé..., sur l'art. 11 al. 1 let. b LBVM éventuellement à lire en rapport avec les directives de l'Association suisse des banquiers...».

¹¹¹ DAENIKER, Zuteilungsgrundsätze (Fn. 73), S. 356; SCHANZ (Fn. 3), § 10 N 71.

¹¹² Ziff. 2 Zuteilungsrichtlinien.

¹¹³ Zu nennen wären zumindest Alternativen und die Voraussetzungen unter welchen das jeweilige Verfahren zur Anwendung kommt. Eine genauere Festlegung könne problematisch sein, da der Zuteilungsmodus massgeblich von der Höhe der Überzeichnung abhänge. Eine Entscheidung sei erst bei Kenntnis der Nachfrage sinnvoll,

offenzulegen, ob entsprechend vorgegangen wurde.¹¹⁴ Eine transparente Aktienzuteilung ist nicht nur im Hinblick auf die Sicherung des Vertrauens der Anleger in den Kapitalmarkt, zur Wahrung seiner Funktionsfähigkeit gerechtfertigt. Sie verringert auch das Missbrauchspotential und die daraus resultierende Fehlallokation von Ressourcen.¹¹⁵

Eine kohärente Lösung der Zuteilungsproblematik ist allerdings nicht bzw. nicht nur mit einer verbesserten Publizität zu erreichen. Ausgangspunkt der Missstände bleibt die Preisfestlegung; dort liegt auch der Anknüpfungspunkt zur ihrer Behebung.¹¹⁶

3. Vertragliche Aspekte des Bookbuilding

a) Zustandekommen des Vertrags

Die von Bankenkonsortium und Emittent veröffentlichte Zeichnungsaufforderung stellt rechtstechnisch keinen wirksamen Antrag im Sinne von Art. 3 Abs. 1 OR, sondern lediglich eine Aufforderung zur Offertstellung dar. Dies ergibt sich auch ohne ausdrücklichen Vorbehalt. Die Zeichnungsaufforderung kann gemäss dem objektiven Empfängerhorizont nicht dahingehend ausgelegt werden, die Bank wolle sich rechtlich binden, da sie eine spätere Zuteilung im Falle einer Überzeichnung nicht gewährleisten kann.¹¹⁷

wenn die Handlungsalternativen des Konsortiums nicht unnötig eingeschränkt werden sollen. GRAVENHORST (Fn. 13), S. 149 f.; MARKUS PFÜLLER/SEBASTIAN MAERKER, Rechtliche Rahmenbedingungen bei der Zuteilung von Aktien, Die Bank, S. 670 ff, 673.

¹¹⁴ Vgl. dazu die entsprechenden Anforderungen in den deutschen «Grundsätze für die Zuteilung von Aktienemissionen an Privatanleger», herausgegeben von der Börsensachverständigenkommission beim Bundesministerium der Finanzen, insbesondere Art. 3, 4, 8 und 9. Gleiche Anforderungen in Bezug auf die Transparenz stellen ZOBL/KRAMER (Fn. 82), N 1099; COCCA, Das Zuteilungsdilemma (Fn. 5), S. 218; DAENIKER, Zuteilungsgrundsätze (Fn. 73), S. 357; ESCHER-WEINGART (Fn. 105), S. 171; HAUSMANNINGER (Fn. 5), S. 57; RAVI JAGANNATHAN/ANN E. SHERMAN, Reforming the Bookbuilding Process for IPOs, *Journal of Applied Corporate Finance*, 2005, S. 67 ff., 76 ff.

¹¹⁵ Allokationseffizienz bildet gerade eine der zentralen Funktionen des Kapitalmarktes. THOMAS WERLEN, Schweizerisches Kapitalmarktrecht als Anlegerschutzrecht, SZW 1995, S. 270 ff., 271.

¹¹⁶ Damit ist jedoch nicht eine zwingende Festlegung des Preisfindungsmechanismus gemeint. Vielmehr liegt es in der Hand der Unternehmen den effizienten Weg zur Emission zu wählen.

¹¹⁷ ZOBL/KRAMER (Fn. 82), N 1085; CARLO LOMBARDINI, *Droit bancaire suisse*, Zürich 2002., S. 411; ANDREAS ROHR, Grundzüge des Emissionsrechts, Diss. Zürich 1990, S. 148 m.w.H. Für die deutsche Lehre vgl. SCHANZ (Fn. 3), § 10 N 68; ULRICH BOSCH/WOLF-

Bezüglich der Wirkung der abgegebenen Zeichnungen seitens der Investoren wird in der Lehre unterschieden:

Die von institutionellen Anlegern abgegebenen *Indications of Interest*, wonach sie bereit sind, eine bestimmte Anzahl Aktien zu einem gegebenen Preis zu kaufen, werden als unverbindliche Absichtserklärungen ohne rechtlichen Bindungswillen aufgefasst.¹¹⁸ Folglich können sie auch jederzeit widerrufen bzw. abgeändert werden. Erst die Zuteilung der Aktien seitens des Bankenkonsortiums nach Abschluss der Zeichnungsfrist stellt eine verbindliche Offerte nach Art. 3 Abs. 1 OR dar. Für den rechtsgültigen Vertragsschluss ist schliesslich eine Annahme des anvisierten Investors erforderlich¹¹⁹. Der Ausschluss der Bindungswirkung bis zum Ende der Zeichnungsfrist ist unerlässlich für eine praxisgerechte Durchführung des Bookbuildings. Eine zeitlich frühere rechtswirksame Verpflichtung führte dazu, dass die Anleger ihre Angebote erst in den letzten Tagen der Bookbuildingperiode abgeben würden. Dadurch würde eine transparente Nachzeichnung der Marktnachfrage sowie eine kontinuierliche Reaktion auf deren Entwicklung unmöglich.¹²⁰

Anders als institutionelle Anleger geben Privatanleger i.d.R. preislich unlimitierte Zeichnungsofferten ab. Sie erklären sich also bereit, die Aktien zu dem durch die Preisspanne eingegrenzten Preis am Abrechnungstag zu erwerben.¹²¹ Diese Zeichnung stellt einen verbindlichen Antrag dar, welcher mit der Aktienzuteilung durch Realakzept angenommen wird.¹²² Mangels

GANG GROSS, Das Emissionsgeschäft, Köln 1998, N 10/266; THOMAS HEIN, Rechtliche Fragen des Bookbuilding nach deutschem Recht, WM 1996, S. 1 ff., 4.

¹¹⁸ DAENIKER, Underwriting (Fn. 75), S. 166; ZOBL/KRAMER (Fn. 82), N 1096; EMCH/RENZ/ARPAGAUS (Fn. 110), N 1909.

¹¹⁹ In der Praxis wird das Angebot (soweit es nicht von der zuletzt abgegebenen *Indication of Interest* abweicht) regelmässig angenommen, weil man sonst riskiert, bei der nächsten Emission nicht mehr berücksichtigt zu werden. DAENIKER, Underwriting (Fn. 75), S. 167; ZOBL/KRAMER (Fn. 82), N 1096.

¹²⁰ STOLZ (Fn. 11), S. 304; HEIN (Fn. 117), S. 4; GROSS (Fn. 75), S. 329.

¹²¹ STOLZ (Fn. 11), S. 306 Fn. 808; DAENIKER, Underwriting (Fn. 75), S. 165; ZOBL/KRAMER (Fn. 82), N 1096. Die Tendenz unlimitiert zu zeichnen ergibt sich wohl aus der Tatsache, dass private Anleger nicht die nötigen Informationen besitzen um den Wert der Aktien genau zu bewerten bzw. deren Beschaffung unökonomisch wäre. Weiter erhöhen sie durch ein solches Vorgehen die Chance, bei der Zuteilung berücksichtigt zu werden.

¹²² DAENIKER, Underwriting (Fn. 75), S. 165; DIETER ZOBL/RETO ARPAGAUS, Aktuelle Probleme des Primärmarktes, SZW 1995, S. 244 ff., 255 Fn. 103; EMCH/RENZ/ARPAGAUS (Fn. 110), N 1909. Besonderheit des Bookbuilding ist, dass der Investor bei Abgabe eines unlimitierten Angebots den genauen Preis, zu dem er die Aktien möglicherweise

anderer Angaben dauert die Bindung bis zum Abschluss der Zeichnungsfrist. Durch eine vorbehaltlose Zeichnung macht der Anleger eine in der Zeichnungsaufforderung enthaltene Frist zum Bestandteil seines Angebots.

b) Veränderung der Zeichnungsaufforderung

Wirtschaftlich kann sich im Laufe der Zeichnungsfrist aus unterschiedlichen Gründen das Bedürfnis ergeben, die einzelnen Faktoren der Zeichnungsaufforderung abzuändern. Dementsprechend behalten sich Emittent und Bankenkonsortium in der Praxis häufig das Recht vor, solche Anpassungen vorzunehmen. Ist eine Änderung der Bedingungen während der Orderphase rechtlich zulässig, da einer Zeichnungsaufforderung kein Rechtsbindungswille zugrunde liegt, so stellt sich die Frage, ob und wie sich diese auf den verpflichtenden Charakter der Anträge von Privatanlegern auswirkt.

Soweit limitierte Angebote durch die Erhöhung der Preisspanne aus dieser herausfallen, besteht keine Deckung von Angebot und Annahme mehr.¹²³ Eine definitive Zuteilung der Bank am Ende der Zeichnungsfrist ist als neues Angebot zu deuten.

Bezüglich unlimitierter Angebote ist danach zu differenzieren, ob die Möglichkeit einer Rahmenerweiterung in der Zeichnungsaufforderung angekündigt wurde. Fehlt ein entsprechender Vorbehalt, ist der Antrag nur auf den maximalen Preis des ursprünglich veröffentlichten Preisrahmens gerichtet. Der Investor muss sich deshalb einen über der Preisspanne liegenden Preis nicht entgegenhalten lassen, da es mangels Deckung von Angebot und Annahme nicht zu einem wirksamen Vertragsschluss kommen kann.¹²⁴ Wurde die Änderung der Zeichnungsmodalitäten hingegen vorbehalten,

erwerben wird, nicht kennt. Auch Anträge, die dem Empfänger die Wahl zwischen verschiedenen Möglichkeiten lassen oder ihn zu gewissen Ergänzungen ermächtigen, sind rechtswirksam und bindend. Die dem Empfänger eingeräumte Autonomie darf aber nicht so weit gehen, dass sich der Antragssteller in sittenwidriger Weise dem Willen des Anderen ausliefert (Art. 19 OR i.V.m. Art. 27 Abs. 2 ZGB). GAUCH/SCHLUEP/SCHMID/REY (Fn. 55), N 380. ANDREAS VON TUHR/HANS PETER, Allgemeiner Teil des Schweizerischen Obligationenrechts, Bd. I, Zürich 1979, S. 181 verlangen eine Ausübung der Gestaltungsfreiheit nach billigem Ermessen. Soweit ein Preisrahmen feststeht, innerhalb dessen der Oblat den endgültigen Preis festlegt, kann grundsätzlich von einem rechtsgültigen Antrag ausgegangen werden.

¹²³ SCHANZ (Fn. 3), § 10 N 86; GROSS (Fn. 75), S. 331.

¹²⁴ DAENIKER, Underwriting (Fn. 75), S. 165 ff. und Fn. 21; HEIN (Fn. 117), S. 5; FLEISCHER (Fn. 59), S. 538; WILLAMOWSKI, Bookbuilding (Fn. 74), N 446. A.M. wohl STOLZ (Fn. 11), S. 304 sowie SCHANZ (Fn. 3), § 10 N 86, welche bei Änderung der Preisspanne automatisch Unverbindlichkeit annehmen.

bleiben unlimitierte Anträge auch bei einem Emissionspreis über dem des Preisrahmens wirksam. Voraussetzung dürfte jedoch die Angabe einer Obergrenze für die Erhöhung in der ursprünglichen Zeichnungsaufforderung sein.¹²⁵

Welche Rechtsfolgen eine Veränderung des Emissionsvolumens hat, kann nur nach den konkreten Umständen des Einzelfalls beurteilt werden. Jedenfalls bei erheblichen Änderungen ist ein Einfluss auf die Rechtsgültigkeit des Vertrages nicht ausgeschlossen. Durch eine deutliche Reduktion kann die Liquidität des Handels gefährdet werden. Eine wesentliche Erhöhung kann hingegen den Wert der Aktie mindern (z.Bsp. wegen der verminderten Stimmkraft). Problematisch ist die Rechtslage, sobald Angaben gemacht werden, die vom Emissionsvolumen abhängig sind (z.Bsp. die Gewinnerwartung pro Aktie). Solche Fälle sind wohl unter dem Aspekt des Grundlagenirrtums zu berücksichtigen.¹²⁶

c) Zuteilungsanspruch oder Schadenersatz

aa) Vertragsrechtlicher Anspruch

Gemäss den oben dargestellten Überlegungen liegt der Zeichnungsaufforderung des Emittenten und der Bank kein Rechtsbindungswille zugrunde. Sie bleiben somit nach dem Prinzip der Privatautonomie grundsätzlich frei, Investoren nach ihrem Ermessen auszuwählen.¹²⁷

¹²⁵ Für die deutsche Lehre vgl. FLEISCHER (Fn. 59), S. 538; GROSS (Fn. 75), S. 332. Ohne eine solche Obergrenze müsste man wohl von einer übermässigen Bindung ausgehen i.S. von Art. 19 OR i.V.m. Art. 27 Abs. 2 ZGB.

¹²⁶ Bedenken über die Verbindlichkeit der Angebote in dieser Lage äussern auch SCHANZ (Fn. 3), § 10 N 87; STOLZ (Fn. 11), S. 802. DAENIKER, *Underwriting* (Fn. 75), S. 166, erachtet einen Grundlagenirrtum für den Fall der Veränderung der Preisspanne nach unten als denkbar.

¹²⁷ Einen Einbruch in die Vertragsfreiheit lässt das BGer aus dem Grundsatz des Verbots des sittenwidrigen Verhaltens zu. *In concreto* soll eine Kontrahierungspflicht aus dem kumulativen Vorliegen folgender Voraussetzungen abgeleitet werden: öffentliches Angebot, Normalbedarf, Machtstellung, fehlende sachliche Gründe zur Ablehnung (BGE 129 III 45 f.). Bei der Allokation einer Aktienemission dürfte es sicher am Merkmal der Machtstellung fehlen. Auf dem Sekundärmarkt besteht eine zumutbare Ausweichmöglichkeit, um den Bedarf an Aktien zu decken. Weiter kann im Rahmen der Definition von Machtstellung nicht auf die Aktien der einzelnen Gesellschaft abgestellt werden, sondern es muss der Gesamtmarkt betrachtet werden. Sonst wäre jedes Unternehmen bezüglich seiner Produkte marktbeherrschend.

bb) *Vorvertragliches Rechtsverhältnis*

Schranken in Bezug auf die Allokationsfreiheit können sich ausnahmsweise aus dem vorvertraglichen Rechtsverhältnis ergeben. Wie jedes Verhandlungsverhältnis begründet auch im Emissionsgeschäft die Aufforderung zur Abgabe von Angeboten und der daraufhin abgegebene Antrag zwischen den Beteiligten ein Rechtsverhältnis.¹²⁸ Pflichten, die sich aus einem solchen vorvertraglichen Verhältnis ergeben, lassen sich unmittelbar aus dem Grundsatz von Treu und Glauben (Art. 2 ZGB) herleiten. Darüber hinaus sind sie vom geschaffenen Vertrauen abhängig, welcher in verschiedenen Abstufungen erweckt werden kann.¹²⁹ Ihre Verletzung kann zu Schadenersatzansprüchen aus *culpa in contrahendo* führen.¹³⁰

Primäre Vertrauensgrundlage bildet die Aufforderung zur Zeichnung in ihrer jeweiligen Ausgestaltung, durch welche das Vertrauen zur Einhaltung der dort genannten Bedingungen erweckt wird. Insbesondere die im voraus veröffentlichten konkreten Bedingungen der Zuteilung oder eines bestimmten Zuteilungsverfahrens bilden einen Anknüpfungspunkt für die Inanspruchnahme von Vertrauen. Sie verpflichten den Herausgeber zu deren Einhaltung.¹³¹

Neben der Möglichkeit des Vorliegens einer solchen konkreten Vertrauensbasis ist weiter zu prüfen, ob sich ein Anspruch aus dem abstrakten Vertrauen auf Gleichbehandlung begründen lässt. Die Konkretisierung einer solchen Vertrauensgrundlage liesse sich möglicherweise aus dem Kapitalmarktrecht herleiten. Wie oben (2.) erläutert wurde, fallen unter die Definition des Effekthändlers im Sinne von Art. 2 lit. d BEHG auch die als Emissionshäuser tätigen Banken, welche demzufolge den Verhaltensregeln

¹²⁸ Allgemein zum Verhandlungsverhältnis GAUCH/SCHLUEP/SCHMID/REY (Fn. 55), N 946 ff. Für die vergleichbare Lage im Submissionsverhältnis vgl. GAUCH, Werkvertrag (Fn. 56), N 467 ff. Für die deutsche Rechtslage bei der Aktienemission, GROSS (Fn. 75), S. 326; HANS ERICH BRANDNER/ALFRED BERGMANN, Zur Zuteilung von Aktienemissionen an Privatanleger, in: Ernst A. Kramer/Wolfgang Schuhmacher (Hrsg.), FS für Hans-Georg Koppensteiner, Wien 2001, S. 17 ff., 21. Zurückhaltend ESCHER-WEINGART (Fn. 105), S. 166.

¹²⁹ KARL LARENZ, Lehrbuch des Schuldrechts, Bd. 1, 14. Aufl., München 1987, S. 106.

¹³⁰ GAUCH/SCHLUEP/SCHMID/REY (Fn. 55), N 962a ff.

¹³¹ DAENIKER, Zuteilungsgrundsätze (Fn. 73), S. 355; WYSS (Fn. 88), S. 242; CLAUS-WILHELM CANARIS, Bankvertragsrecht, Berlin/New York 1981, N 2269; KOEHLER (Fn. 5), S. 183 f.; GRAVENHORST (Fn. 13), S. 128 ff. Für die vergleichbare Lage im Submissionsverfahren vgl. GAUCH, Werkvertrag (Fn. 56), N 489 ff.

von Art. 11 BEHG unterstehen.¹³² Art. 11 BEHG kommt nach h.L. und Rechtsprechung insofern die Funktion einer Doppelnorm zu, als sie neben der aufsichtsrechtlichen Bedeutung auch eine privatrechtliche Dimension aufweist.¹³³ Sie ist jedoch nicht als eigenständige Anspruchsgrundlage aufzufassen. Privatrechtliche Pflichten entstehen weiterhin aus Vertrag, Delikt oder Vertrauenshaftung.¹³⁴ In diesem Sinne kann Art. 11 BEHG als Konkretisierung der vorvertraglichen Pflichten des Effekthändlers und potentieller Kunden verstanden werden.¹³⁵

¹³² ZOBL/KRAMER (Fn. 82), N 148; WYSS (Fn. 88), S. 120; LUC THEVENOZ, Les règles de conduite des négociants, SZW 1997, S. 20 ff., 22 f.; ALAIN HIRSCH, Le droit boursier et le droit des sociétés, SZW 1995, S. 228 ff., 230; HERTIG/SCHUPPISSER (Fn. 86), N 23 zu Art. 11 BEHG; URS ZULAUF, Les Règles de conduite des négociants dans la nouvelle loi suisse sur les bourses, in : Luc Thévenoz (Hrsg.), Journée 1995 de droit bancaire et financier, Bern 1995, S. 25 ff, 32; ROLF WATTER, Die Regulierung der Effekthändler (und der Banken) im BEHG, in: Dieter Zobl (Hrsg.), Aktuelle Fragen des Kapitalmarktrechts, Zürich 1996, S. 67 ff, 77; NOBEL (Fn. 83), § 1 N 100; WEBER (Fn. 85), N 10 zu Art. 1 BEHG. Zurückhaltend ROTH (Fn. 88), N 26 zu Art. 2d BEHG, der bloss eine sinngemässe Anwendung von Art. 11 BEHG auf den Primärmarkt postuliert.

¹³³ EBK Bulletin 40/2000, S. 26; EBK Bulletin 41/2000, S. 35; BGE 4C.45/2001, Erw. 4a. Statt vieler vgl. ZOBL/KRAMER (Fn. 82), N 796 m.w.H. Die Qualifikation als Doppelnorm impliziert, dass für die Durchsetzung von Art. 11 BEHG dem Privaten der Weg über die zivile Gerichtsbarkeit offen steht, gleichzeitig jedoch auch die Verwaltungsbehörde die Beachtung der Vorschrift mittels Verwaltungszwang durchsetzen kann. Vgl. WOLFGANG WIEGAND/BERNHARD BERGER, Zur rechtssystematischen Einordnung von Art. 11 BEHG, ZBJV 1999, S. 713 ff., 722.

¹³⁴ Diese Ansicht drängt sich schon deswegen auf, weil es in Bezug auf Art. 11 BEHG an einer Konkretisierung der Haftungskriterien bzw. -folgen mangelt. DIETER ZOBL/OLIVER BANZ, Art. 11 BEHG im Kontext des europäischen und schweizerischen Finanzdienstleistungsrecht, in: Peter Forstmoser et al. (Hrsg.), FS Roger Zäch, Zürich 1999, S. 621 ff, 637; WIEGAND/BERGER (Fn. 133), S. 734; WYSS (Fn. 88), S. 72. A.M. KÜNG/HUBER/KUSTER (Fn. 86), N 7a zu Art. 11 BEHG. Unklar BGE 4C.45/2001, Erw. 4a, der in Bezug auf Informationspflichten der Banken Art. 11 BEHG als Anspruchsgrundlage neben der Haftung aus Vertrag und Vertrauen aufzählt.

¹³⁵ Allgemein anerkannt ist, dass Verletzungen der Verhaltensregeln gleichzeitig auch Vertragsverletzungen darstellen, HERTIG/SCHUPPISSER (Fn. 86), N 105 zu Art. 11 BEHG; WATTER (Fn. 132), S. 91/95; ROLF WATTER/RALPH MALACRIDA, Das Börsengesetz im internationalen Kontext, in: Christian J. Meier Schatz (Hrsg.), Das neue Börsengesetz der Schweiz, Bern/Stuttgart/Wien 1996, S. 135 ff., 159; WEBER (Fn. 85), N 4 zu Art. 11 BEHG. Bezweckt Art. 11 BEHG die Förderung des Vertrauens der Anleger in die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts, lässt sich wohl nicht begründen, warum er nicht auch auf das vorvertragliche Verhältnis anwendbar sein sollte. Für eine Ausstrahlung der Verhaltenspflichten von Art. 11 BEHG auf das vorvertragliche Verhältnis vgl. THÉVENOZ (Fn. 132), S. 23; WIEGAND/BERGER (Fn. 133), S. 726/736 f.; KÜNG/HUBER/KUSTER (Fn. 86), N 7a/9a zu Art. 11 BEHG. Wohl auch ZOBL/BANZ (Fn. 134), S. 631 Fn. 55. Für

Die Tragweite der Anwendbarkeit von Art. 11 BEHG auf den Primärmarkt darf jedoch nicht überschätzt werden. Abs. 1 lit. c der besagten Norm postuliert zwar eine Treuepflicht des Effektenhändlers, aus der regelmässig ein Anspruch auf faire und gleiche Behandlung abgeleitet wird. Damit ist jedoch keine absolute Gleichbehandlung intendiert, sondern lediglich eine relative bzw. verhältnismässige Gleichbehandlung^{136, 137}. Insofern sind Differenzierungen anlässlich der Zuteilung nicht allgemein ausgeschlossen, sondern nur dort, wo sie als sachlich nicht begründet und folglich willkürlich zu qualifizieren sind.¹³⁸ Dieses Ergebnis steht grundsätzlich im Einklang mit dem Leitgedanken des Bookbuilding, welches gerade eine selektive Allokation nach qualitativen Merkmalen ermöglichen soll und also nicht willkürlich ist.

das deutsche Wertpapierhandelsgesetz KOLLER in: Heinz-Dieter Assmann/Uwe H. Schneider (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz, 3. Aufl., Köln 2003, N 19 zu Vor. § 31 WpHG; SIEGFRID KÜMPEL, Bank- und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl., Köln 2004, N 9.62; ANDREAS SCHWENNICK, Die Dokumentation der Erfüllung von Verhaltenspflichten nach § 31 Abs. 2 WpHG durch die Bank, WM 1998, S. 1101 ff., 1102; PETER BALZER, Anlegerschutz bei Verstössen gegen die Verhaltenspflichten nach §§ 31 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), ZBB 1997, S. 260 ff., 262.

¹³⁶ HERTIG/SCHUPPISSER (Fn. 86), N 101 zu Art. 11 BEHG; URS PHILIPP ROTH, Effektenhändler, in: Christian J. Meier Schatz (Hrsg.), Das neue Börsengesetz der Schweiz, Bern/Stuttgart/Wien 1996, S. 57 ff., 85; WYSS (Fn. 88), S. 249; WATTER (Fn. 132), S. 91.

¹³⁷ Eine relative Gleichbehandlung im Rahmen von Erstemissionen ist auch rechtspolitisch erwünscht. Ziel des BEHG i.S. des Funktionsschutzes des Kapitalmarktes ist unter anderem der Schutz des Anlegervertrauens in eine ordnungsgemässe und effiziente Abwicklung seiner Allokationsprozesse. Ein Finanzmarkt, in dem Investoren ohne sachlichen Grund unterschiedlich behandelt werden, verdient dieses Vertrauen nicht. Als wesentlicher Bestandteil eines funktionierenden Kapitalmarktes müssen auch Erstemissionen unter diesen Schutz fallen. HAUSMANINGER (Fn. 5), S. 59; COCCA, Das Zuteilungsdilemma (Fn. 5), S. 17. Eine Gleichbehandlung *stricto sensu* im Sinne der Verpflichtung zur Zuteilung nach Zeitpriorität oder nach proportionalen Grundsätzen ist hingegen kapitalmarktrechtlich nicht notwendig. Eine solche Aushöhlung der Vertragsfreiheit durch einen Kontrahierungszwang lässt sich nur ausnahmsweise rechtfertigen. ZOBL/ARPAGAUS (Fn. 122), S. 255; BOHRER (Fn. 79), S. 654.

¹³⁸ ZOBL/KRAMER (Fn. 82), N 809; WYSS (Fn. 88), S. 249; ZULAUF (Fn. 132), S. 32. Im Ergebnis wohl gleich HERTIG/SCHUPPISSER (Fn. 86), N 102 zu Art. 11 BEHG, die eine gewisse Diskriminierung zulässig finden, soweit sie konsequent durchgeführt wird, keine spürbare unfaire Wirkung hat und klar offengelegt wird. Vgl. auch EBK Bulletin 18/1998, S. 26 ff. und EBK Bulletin 45/2003, S. 164 ff. Gleich im deutschen Recht, BOSCH/GROSS (Fn. 117), N 10/267; KÜMPEL (Fn. 135), N 9.55.

cc) *Schaden*

Liegt eine Verletzung der oben konkretisierten Pflichten vor, stellt sich die Frage nach dem Umfang des ersatzfähigen Schadens. Die Haftung aus *culpa in contrahendo* ist auf das negative Interesse beschränkt.¹³⁹ Der betroffene Anleger wäre so zu stellen, wie wenn er nicht auf die Zeichnungsaufforderung eingegangen wäre. Die Schadensposten dürften insofern regelmässig gering ausfallen.

V. Schlussbetrachtung

Als herausragende Merkmale des Bookbuildingverfahrens gelten die strategische Preisfindung und die Aktienzuteilung nach qualitativen Kriterien. Aus Sicht des Unternehmens stellt sich die Frage, ob diese grundsätzlich legitimen Anliegen überhaupt erreichbar sind und wenn ja, ob das Bookbuilding das effizienteste Verfahren dazu ist.

Durch die Ausrichtung auf das Merkmal der Qualität der Anleger wird ein stark subjektiviertes Element in das Emissionsverfahren einbezogen. Sowohl Allokation wie auch Preisfindung gründen somit letztlich auf einem wissenschaftlich nicht nachvollziehbaren Wertungsentscheid, der schon *a priori* kritisch zu hinterfragen ist.¹⁴⁰

Eine korrekte Preisfindung wird primär über die Erfassung der wirklichen Nachfrage erreicht. Ein ideales Emissionsverfahren muss diese ohne Verfälschungen widerspiegeln, um die Preisfestsetzung auf einer soliden Basis abzustützen. Verzerrungen bei der Erfassung der korrekten Nachfrage entstehen hauptsächlich durch Informationsasymmetrien oder durch strategisches Verhalten der Zeichner.¹⁴¹ Das Bookbuildingverfahren versucht vor allem auf den ersten Punkt einzuwirken, indem stark auf die Preisvorstellungen professioneller Anleger abgestellt wird. Kehrseite ist jedoch neben der erwähnten Subjektivität der Umstand, dass die Preisfindung erheblich von strategischem Verhalten beeinflusst wird. Der Grund liegt in den rechtlichen Rahmenbedingungen des Bookbuilding, welche weitgehend die

¹³⁹ Statt vieler BGE 130 III 345, Erw. 1; GAUCH/SCHLUEP/SCHMID/REY (Fn. 55), N 966 m.w.H.

¹⁴⁰ DAENIKER, Zuteilungsgrundsätze (Fn. 73), S. 345; WILLIAM J. WILHELM, Bookbuilding, and the Future of the IPO Process, *Journal of Applied Corporate Finance*, 2005, S. 2 ff., 3.

¹⁴¹ GRAVENHORST (Fn. 13), S. 154; ROBERT SCHLICK, *Going Public*, Diss. Tübingen 1997, S. 184; STOLZ (Fn. 11), S. 307.

Abgabe von unverbindlichen Preisvorstellungen vorsehen.¹⁴² Die Investoren antizipieren die selektive Zuteilung durch das Bankenkonsortium und zeichnen grössere als die tatsächlich gewünschten Volumen (Majorisierung), oder sie verteilen ihre Zeichnungen auf mehrere Konsortialbanken (Konzertzeichnungen).¹⁴³ Dieses Verhalten führt dazu, dass der Informationsgehalt einer Zeichnung sinkt und die erfasste Nachfrage dementsprechend verfälscht wird.

Auch die Auswahl des Aktionariats nach Qualitätsmerkmalen bleibt, wie die bisherige Praxis zeigt, mehr Wunsch als Realität. Dies ist schon im Umstand angelegt, dass die Angaben über die einzelnen Investorenmerkmale nicht verbindlich sind und ihre Einhaltung faktisch nur schwer zu überprüfen ist.¹⁴⁴ Institutionelle Anleger stellen dazu keine Ausnahme, da sie ihrerseits unter einem beträchtlichen Erwartungsdruck seitens der wirtschaftlich an den Vermögenswerten Berechtigten stehen. Solche Anleger können sich im Grunde genommen gar nicht zu einem Verhalten im Interesse des Managements der IPO-Gesellschaft verpflichten. Im Gegenteil, sie sind ihren eigenen Anlegern zu optimaler Performance verpflichtet. Hinzu kommt, dass sich Abstriche beim Platzierungsverfahren, die letztlich zu Lasten der Gesellschaft und damit der Aktionäre gehen, ganz allgemein schwerlich mit dem Hinweis auf das Interesse an der Steuerung der Zusammensetzung des Aktionariats rechtfertigen lassen. Seit der Neuordnung der Vinkulierung in der Aktienrechtsrevision ist klar, dass die Organe der Gesellschaft zumindest bei kotierten Titeln keine Kontrolle über die Aktionärsstellung mehr haben. Wer Aktionär ist, entscheidet immer der Markt. Zuteilungen auf dem Primärmarkt sind denn auch regelmässig von kurzem Bestand, wie die hohen Handelsvolumen der ersten Tage zeigen.¹⁴⁵

Das Anliegen der Selektion zukünftiger Aktionäre steht denn auch teilweise im Widerspruch zur im Bookbuilding üblichen Praxis, den Emissionspreis regelmässig unter dem ermittelten Wert festzulegen.¹⁴⁶ Die künstlich erhöhte Nachfrage, die eine positive Kursentwicklung garantieren soll, ermöglicht bei umgehenden Verkauf einen Zeichnungsgewinn: Dies steht aber

¹⁴² Vgl. oben IV.3.

¹⁴³ ESSER/STOLZ (Fn. 6), S. 1043; STOLZ (Fn. 11), S. 307 f.; GRAVENHORST (Fn. 13), S. 47.

¹⁴⁴ SCHANZ (Fn. 3), § 10 N 92; GRAVENHORST (Fn. 13), S. 64 und 159; WILLAMOWSKI (Fn. 106), S. 658. Angaben der Investoren wären nur im Rahmen von vertraglichen Vereinbarungen durchsetzbar. Zu den sog. *Lock-up* Vereinbarungen vgl. BOEMLE/STOLZ (Fn. 73), S. 372; ZOBL/KRAMER (Fn. 82), N 1102.

¹⁴⁵ ESSER/STOLZ (Fn. 6), S. 1044; WILHELM (Fn. 140), S. 3.

¹⁴⁶ Vgl. oben IV.1.

gerade im Gegensatz zum angestrebten Ziel, durch strategische Zuteilungen einen langfristig orientierten Investorenkreis zu schaffen.

Diese Kritikpunkte fallen umso stärker ins Gewicht, als mangelnde Transparenz und bestehende Interessengegensätze das Verfahren missbrauchsanfällig machen. Eine disziplinierende Wirkung des Marktes kann aufgrund des beschränkten rechtlichen Instrumentariums der potentiellen Anleger nicht erwartet werden.

Diese Schwächen fallen der Gesellschaft als indirekte Kosten zur Last. Zieht man zudem die direkten Kosten in Betracht, die für das aufwändige Verfahren selber anfallen,¹⁴⁷ muss sich für die emittierenden Gesellschaften daher die Frage stellen, ob das Bookbuilding tatsächlich das optimale Emissionsverfahren darstellt.

Das Auktionsverfahren stellt wegen der geringen direkten Kosten eine Alternative dar. Die kostenintensive subjektive Preisfestlegung wird durch die unsichtbare Hand des Marktes ersetzt, indem mittels Angebot und Nachfrage ein markträumender Preis bestimmt wird. Auch die indirekten Kosten fallen erheblich tiefer aus, da die Transparenz in der Zuteilung den *Agency-Problemen* zwischen den beteiligten Parteien besser gerecht wird und das Missbrauchspotential verringert.

Im Übrigen sei angemerkt, dass die Eckpfeiler des Bookbuildingverfahrens durch die bestehenden Ausgestaltungsmöglichkeiten grundsätzlich auch auf das Auktionsverfahren übertragen werden können.¹⁴⁸ Durch eine Selektion der Teilnehmer *ex ante* können Qualitätsmerkmale auch hier berücksichtigt werden.¹⁴⁹ Wie weit ein solches Vorgehen Sinn macht, ist jedoch fragwürdig. Im Auktionsverfahren werden kurzfristige Gewinnaussichten schon weitgehend durch den Wettbewerb unter den Mitbieter beseitigt, was Spekulationen von vornherein den Raum nimmt und eine nachhaltigere Platzierung garantiert. Die tatsächliche Zahlungsbereitschaft ist als objektiv messbares Signal auch besser dazu geeignet, die Absichten eines Investors aufzuzeigen.¹⁵⁰

¹⁴⁷ Zu den direkten und indirekten Kosten des Emissionsgeschäfts vgl. FABIAN STEINER, *Das Emissionsgeschäft in der Schweiz*, Bern 2005; JENKINSON/LJUNGQVIST (Fn. 10), S. 25 ff.

¹⁴⁸ Ansätze bei AUSUBEL (Fn. 10), S. 329 ff.

¹⁴⁹ Vgl. oben III.1.a.

¹⁵⁰ ZOBL/KRAMER (Fn. 82), N 1077, COCCA, *Das Zuteilungsdilemma* (Fn. 5), S. 14. So auch schon HENRY N. GOLDSTEIN, *Should the Treasury Auction long-Term Securities?*, *The Journal of Finance*, 1962, S. 444 ff, 461 f., zu der in den 60er-Jahren aktuellen Frage, ob US-Bonds versteigert werden sollen.

Gleiches gilt in Bezug auf das Bedürfnis eines bewussten (moderaten) *Underpricings*. Die Erzeugung eines Nachfrageüberhangs zur Erzielung einer positiven Kursentwicklung, wie sie im Bookbuilding erfolgt¹⁵¹, ist auch im Rahmen einer (modifizierten) Auktion möglich.¹⁵² Bedenken sind aber auch bei dieser Praxis angebracht. Der Anstieg der Kurse nach erfolgter Platzierung wird zwar von der Öffentlichkeit und insbesondere den Medien immer noch als Zeichen des Erfolgs verstanden. Tatsächlich gründet die steigende Nachfrage jedoch nicht in einer positiven Bewertung des Unternehmens durch den Markt, sondern einer falschen Preisfestlegung. Ob dieser vermeintliche Werbeeffekt seine Kosten rechtfertigt, ist fraglich und ein *Underpricing* u.E. daher entbehrlich. Die Abkehr von dieser Praxis wäre in der ersten Zeit allerdings mit einem gewissen Kommunikationseffort verbunden.¹⁵³

In Frage steht bei diesen Überlegungen nur das Verfahren der Preisfindung und der Zuteilung. Zumindest bei grösseren IPOs ist eine professionelle Emissionsplanung und -beratung zweifellos unabdingbar; auch die Kurspflege im Nachgang einer Emission kann sinnvoll sein. Solche Massnahmen sollten einen IPO im Auktionsverfahren in gleicher Weise begleiten.

Eine emittierende Bank sollte diesen Überlegungen zu den unterschiedlichen Kosten der Verfahren bei der Beratung ihres IPO-Klienten den angemessenen Stellenwert einräumen. Doch auch Verwaltungsrat und Geschäftsleitung haben vor einem IPO eine sorgfältige Abwägung der Vor- und Nachteile der verschiedenen Emissionsverfahren vorzunehmen. Es ist ein Verfahren zu wählen, das die Interessen der Gesellschaft bestmöglich wahrt. Der Entscheid wird zumindest vorläufig nicht zwingend zugunsten des Auktionsverfahrens ausfallen müssen, obwohl dieses erheblich kostengünstiger sein dürfte, in der Anwendung nach erst wenigen Erfahrungen aber noch Unsicherheiten birgt. Sollte sich das Auktionsverfahren für IPOs in Zukunft jedoch als ähnlich erfolgreich und sicher erweisen, wie es für

¹⁵¹ Vgl. oben IV.1.

¹⁵² Vgl. oben III.3. Eine echte Auktion ist denn auch nicht zwingend nachteilig für die Kursstabilität im Sekundärmarkt. Eine vollständige Sättigung der Gesamtnachfrage erfolgt nur im Rahmen einer diskriminierenden Auktion. In diesem Fall bleiben nur noch Kaufinteressenten übrig die ursprünglich weniger als den Ausgabekurs geboten hatten. Im Falle einer Auktion mit Einheitspreis bleiben diejenigen Anleger als potentielle Käufer erhalten, welche bereit waren über dem festgelegten Emissionspreis zu kaufen. Vgl. METTLER (Fn. 1), S. 143 Fn. 13.

¹⁵³ AUSUBEL (Fn. 10), S. 333.

Bundesanleihen, Submissionen und Lizenzen verschiedener Art ist, wäre «auf dem Tisch zurückgelassenes Geld» nicht mehr ohne weiteres zu rechtefertigen.¹⁵⁴

¹⁵⁴ Immerhin ist in diesem Zusammenhang auf die Klage der Gläubiger der gescheiterten Gesellschaft eToys gegen den ursprünglichen *Underwriter* hinzuweisen. Klagegrund ist die Behauptung, das starke *Underpricing* habe die Überlebenschancen der Gesellschaft beeinträchtigt. *The New York Times*, 18. März 2006. Zum Ganzen FLEISCHER (Fn. 59), S. 533 ff.; WILHELM (Fn. 140), S. 12; SHERMAN (Fn. 58), S. 639 f.