

Platzierungsverfahren für Aktien

Udo Terstege*)

Diskussionsbeitrag Nr. 314

2002

* PD Dr. Udo Terstege ist Hochschuldozent am Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insbes. Bank- und Finanzwirtschaft an der FernUniversität Hagen.

Udo Terstege

Platzierungsverfahren für Aktien

1	Überblick	2
2	Grundlagen	3
2.1	Begriffe: Platzierung und Platzierungsverfahren	3
2.2	Typen von Platzierungssituationen	4
3	Gestaltungsalternativen	7
3.1	Vorbemerkung	7
3.2	Gestaltung der Interaktion zwischen Verkäufer und Anlegern	8
3.2.1	Gestaltungsfelder im Überblick	8
3.2.2	Preis-, Mengen- und Allokationsregeln	9
3.2.3	Teilnahmebedingungen	14
3.2.4	Nebenrechte und Nebenpflichten	15
3.2.5	Kommunikation	16
3.3	Gestaltung der Kooperation mit Intermediären	21
3.3.1	Gestaltungsfelder im Überblick	21
3.3.2	Intermediäerauswahl	23
3.3.3	Übernahmevereinbarungen	25
3.3.4	Greenshoe	27
3.3.5	Orderhandling	29
3.4	Merkmalkombinationen und gängige Verfahren	30
4	Gestaltungsentscheidungen	36
4.1	Beurteilungskriterien	36
4.2	Ausgewählte Gestaltungsentscheidungen	38
4.2.1	Wahl des Preissetzungsverfahrens	38
4.2.2	Gleiche oder ungleiche Zuteilung	42
4.2.3	Vereinbarung eines Greenshoe	47
5	Zusammenfassung	52
	Literaturverzeichnis	53

1 Überblick

Mit dem Problem einer Aktienplatzierung können Aktiengesellschaften bzw. Aktionäre in unterschiedlichen Phasen der Unternehmensentwicklung konfrontiert sein. Es stellt sich erstmals im Rahmen eines so genannten Initial Public Offering und erneut bei Folgeemissionen durch die Gesellschaft oder Aktionäre. Gegenstand dieses Beitrages ist zum einen die Frage, welche Möglichkeiten zur Gestaltung von Platzierungsverfahren für Aktien grundsätzlich offen stehen, und zum anderen die Frage, welche Gestaltung ein Verkäufer wählen sollte.

In Kapitel 2 werden zunächst einige sprachliche Präzisierungen und Differenzierungen vorgenommen. In Kapitel 3 wird aus theoretischer Perspektive das Spektrum alternativer Verfahren aufgezeigt und werden praktizierte und diskutierte Verfahren in dieses Spektrum eingeordnet. Die Möglichkeitsanalyse orientiert sich an wesentlichen zur Disposition stehenden „Ausstattungsmerkmalen“ und verfügbaren „Ausstattungsvarianten“ dieser Merkmale. Die Verfahrensvielfalt wird damit implizit beschrieben durch die Möglichkeiten, Ausstattungsvarianten unterschiedlicher Merkmale zu kombinieren. In Kapitel 4 werden Überlegungen zu ausgewählten Gestaltungsentscheidungen behandelt. In Kapitel 5 werden zentrale Gedanken des Beitrages zusammengefasst.

2 Grundlagen

2.1 Begriffe: Platzierung und Platzierungsverfahren

Für den Begriff der **Platzierung** existiert weder eine Legaldefinition noch ein klarer, einheitlicher Sprachgebrauch im ökonomischen Schrifttum. Gemeinsam ist verschiedenen Begriffsverwendungen, dass spezielle Aktienverkäufe gemeint sind, die sich von „normalen“, regelmäßig an organisierten Handelsplätzen stattfindenden Verkäufen unterscheiden sollen. Die besonderen Merkmale, die aus einem Verkauf eine Platzierung machen, werden in der Regel als bekannt vorausgesetzt oder lediglich durch vage Formulierungen wie „Unterbringung von Aktien beim (anlagesuchenden) Publikum“ umschrieben.¹⁾ Im Kern wird dabei mit einer Platzierung wohl die Vorstellung verknüpft, dass

- die Gesellschaft oder ein bisheriger Großaktionär
- eine große Menge Aktien
- außerhalb regelmäßig verfügbarer Handelsmöglichkeiten im Rahmen einer besonders zu organisierenden Veranstaltung
- an eine Vielzahl potenzieller Käufer (Anleger) verkauft
- und sie/er diesen Verkauf explizit ankündigt.

Hier soll der Platzierungsbegriff nur im Sinne dieses **Kernbegriffs** verwendet werden. Aus den genannten Merkmalen ergeben sich vor allem zwei Bedingungen für die Gestaltung einer Platzierung.

Da die Gesellschaft selbst oder ein Großaktionär Verkäufer ist und zudem eine große Aktienmenge verkauft werden soll, können zwischen den an einer Platzierung beteiligten Parteien bestehende **Asymmetrien** in der Verteilung von Informationen (im Einzelfall aber auch Asymmetrien in der Verteilung von Gestaltungskompetenzen und Betroffenheiten) im Vergleich zu „normalen“ Aktienverkäufen besondere Bedeutung erlangen.

Da der Verkäufer mit einer Vielzahl von Anlegern in Kontakt tritt, kann er sie nicht alle individuell, sondern zumindest zum großen Teil nur grob typisierend in der Planung und Durchführung des Verkaufs berücksichtigen. Insbesondere scheiden individuelle Verhandlungen und Vereinbarungen, in denen Erwartungen und Bewertungsvorstellungen jedes Anlegers einzeln sondiert und in individuellen Kontrakten berücksichtigt werden, aus Kostengründen aus. Platzierungen bedürfen eines in gewissem Maße **standardisierten und schematisierten Vorgehens**.

1 Vgl. z.B. HAHN (1974), Sp. 1263, KOLLAR (1995), Sp. 504, WAHRENBURG (2001), Sp. 628.

Die gesamte Vorgehensweise zur Abwicklung einer Platzierung kann zusammenfassend als **Platzierungsverfahren** bezeichnet werden. Für die Gestaltung eines Platzierungsverfahrens wird nachfolgend insbesondere unterstellt, dass

- die Ausstattung der Aktien festliegt,
- der Zeitpunkt des Aktienverkaufs festliegt und
- bereits beschlossen ist, nach der Platzierung eine bestimmte börsliche Handelsmöglichkeit für die Aktien bereitzustellen.

2.2 Typen von Platzierungssituationen

In Abhängigkeit von der konkreten Platzierungssituation können für die Gestaltung eines Platzierungsverfahrens

- unterschiedliche Interessen und Zielsetzungen maßgeblich sein,
- unterschiedliche Gestaltungsalternativen in Betracht kommen und
- unterschiedliche Zusammenhänge zwischen Gestaltungsalternativen und Zielerreichungsgraden bestehen.

Solche Unterschiede legen es nahe, Aussagen über Platzierungsverfahren teilweise nach den in Abb. 1 verdeutlichten Platzierungssituationen zu differenzieren.¹⁾

		Aktionär verkauft		Gesellschaft verkauft	
		nur Teile seines Aktienbestandes	seinen gesamten Aktienbestand	eigene junge Aktien	eigene alte Aktien
vor der Platzierung ist Börsenkurs gleich ausgestatteter Aktien	nicht verfügbar	1	2	3	4
	verfügbar	5	6	7	8

Abb. 1: Platzierungssituationen

1 In Abb. 1 werden nur idealtypische Situationen verdeutlicht. Von Zwischenstufen der Merkmalsausprägungen (z.B. unterschiedlichen Qualitätsniveaus einer Börsenbewertung) wird ebenso abstrahiert wie von Kombinationsmöglichkeiten unterschiedlicher Merkmalsausprägungen (z.B. einem kombinierten Verkauf durch Aktionär und Gesellschaft).

In den Zeilen wird danach unterschieden, ob vor der Platzierung bereits eine Marktbewertung in Form eines Börsenkurses für identisch ausgestattete Aktien verfügbar ist (**Seasoned Equity Offering** oder **SEO**) oder nicht (**Initial Public Offering** oder **IPO**). Die Ausprägung dieses Merkmals hat nicht nur Bedeutung für das Ausmaß der Bewertungsunsicherheit, sondern auch für die Möglichkeiten, die zur Gestaltung des Platzierungsverfahrens offen stehen, ob nämlich der Verkaufspreis der Aktien in Abhängigkeit von Börsenkursen identisch ausgestatteter Aktien festgelegt werden kann.

In den beiden Hauptspalten wird unterschieden, ob Aktien von Aktionären (**Umplatzierung**) oder der Gesellschaft (**Neuplatzierung**) verkauft werden. Von der Ausprägung dieses Merkmals kann abhängen, welche Gestaltungsalternativen in Betracht kommen, wem Platzierungserlöse zufließen, wessen Interessen für die Gestaltung des Platzierungsverfahrens maßgeblich sind und welche Überlegungen Marktteilnehmer anzustellen haben.

Bei Umplatzierungen fließen Erlöse den verkaufenden Aktionären zu und sind in erster Linie ihre Interessen für die Gestaltung des Platzierungsverfahrens maßgeblich. In diesem Fall ist tendenziell davon auszugehen, dass Verkäufer geringes Interesse an Möglichkeiten einer zukünftigen Inanspruchnahme des Finanzmarktes und großes Interesse an hohen aktuellen Erlösen haben. Schon allein wegen der Gefahr, dass Verkäufer Ziele in diesem Sinne gewichten, sehen sich Anleger in besonderem Maße dem Risiko einer Übermittlung positiv verzerrter Informationen durch Verkäufer ausgesetzt. In welchem Maße sich damit verbundene Probleme genau stellen, kann insbesondere davon abhängen, in welchem Umfang verkaufende Aktionäre nach der Platzierung an dem Unternehmen beteiligt bleiben.

Bei Neuplatzierungen fließen Erlöse der Gesellschaft zu. Ein „Kasse machen“ der Altaktionäre kommt dann weniger in Betracht,¹⁾ zumindest wenn Erlöse bei der Gesellschaft verbleiben und nicht an Aktionäre weitergereicht werden.²⁾ Bei Aktienverkäufen durch die Gesellschaft erscheinen andere Aspekte für die Verfahrensgestaltung bedeutsam. Zum einen ist der Möglichkeit verstärkt Beachtung zu schenken, dass Unternehmensmanager in Verfolgung eigener Interessen Einfluss

1 Interesse an einem gemessen an ihrem eigenen Informationsstand „überteuerten“ Verkauf von Aktien an Neuaktionäre können Altaktionäre grundsätzlich auch bei Neuplatzierungen haben. Solche Verkäufe führen aus ihrer Sicht zu höherem Unternehmensvermögen pro Aktie. Sie müssen sich das höhere Unternehmensvermögen bei Neuplatzierungen aber mit den Neuaktionären teilen und würden vorteilhafterweise direkt ihre „überteuerten“ Altaktien verkaufen – soweit das möglich wäre.

2 In einigen Platzierungen (z.B. der PFLEIDERER AG im Jahr 1996) trat die Gesellschaft als Verkäufer junger Aktien auf und zahlte die Differenz zwischen Platzierungserlös und Nennbetrag anschließend an Altaktionäre aus, die zuvor auf ihr Bezugsrecht verzichtet hatten.

auf die Gestaltung der Platzierung nehmen. Zum anderen wird die Verwendung der Platzierungserlöse für Anleger zu einem bewertungsrelevanten Aspekt. Zudem kommt neben dem Verkauf alter Aktien der Verkauf junger Aktien Betracht und stellt sich die Gewährung eines Bezugsrechts für Altaktionäre in besonderem Maße als Gestaltungsalternative.

3 Gestaltungsalternativen

3.1 Vorbemerkung

Unterstellt man, dass ein Verkaufsangebot als unverbindliche Aufforderung zur Abgabe verbindlicher Kaufangebote unterbreitet wird, so kann die zeitliche Koordination zwischen der Abgabe von Kaufangeboten und der Entscheidung über deren Annahme idealtypisch in zwei Weisen erfolgen:

- Der Verkäufer kann jeweils sofort nach Eingang eines Kaufangebotes über dessen Annahme oder Ablehnung entscheiden (**Sukzessivverfahren**).
- Der Verkäufer kann Angebote zunächst sammeln und erst nach Ablauf einer Angebotsfrist gleichzeitig über Annahme oder Ablehnung sämtlicher Angebote entscheiden (**Zeichnungsverfahren**).

Im Folgenden werden nur Zeichnungsverfahren betrachtet. Dabei werden Platzierungsverfahren unabhängig davon als Zeichnungsverfahren bezeichnet, nach welcher Regel am Ende der Angebotsfrist über die Annahme von Kaufangeboten und die Ausgestaltung der Vertragskonditionen entschieden wird.¹⁾

Platzierungsverfahren sind Mechanismen zur Koordination marktmäßiger Interaktion, die umso komplexer werden, je mehr Akteursgruppen interagieren. Zur Erschließung möglicher Gestaltungen wird daher nachfolgend in zwei Schritten vorgegangen:

- **Interaktion zwischen Verkäufer und Anlegern:** Essenziell für jede Platzierung ist die Beteiligung mindestens eines Verkäufers und einer Vielzahl von Anlegern. In Abschnitt 3.2 werden Gestaltungsaspekte betrachtet, die sich aus der Interaktion dieser beiden Akteursgruppen ergeben. Soweit Intermediäre in die Platzierung eingeschaltet werden, können sie im Sinne dieser Betrachtung dem Verkäufer zugerechnet werden.
- **Einschaltung von Intermediären:** Alle Aspekte einer Interaktion von Verkäufer und Anlegern bleiben relevant, wenn der Verkäufer Intermediäre einschaltet. Mit der Einschaltung von Intermediären ergeben sich aus der Bindendifferenzierung der Angebotsseite aber zusätzliche Gestaltungsaspekte, die in Abschnitt 3.3 betrachtet werden.

1 Auch der Begriff der Zeichnung ist mehrdeutig belegt. Teilweise werden als Zeichnung z.B. nur Verfahren bezeichnet, bei denen der Verkaufspreis bereits zu Beginn der Angebotsfrist festliegt (vgl. z.B. KOLLAR (1995), Sp. 505).

3.2 Gestaltung der Interaktion zwischen Verkäufer und Anlegern

3.2.1 Gestaltungsfelder im Überblick

Einen Überblick über wesentliche Felder eines Platzierungsverfahrens, über deren Gestaltung sich ein Verkäufer im Hinblick auf die Interaktion mit Anlegern Gedanken machen muss, gibt Abb. 2.

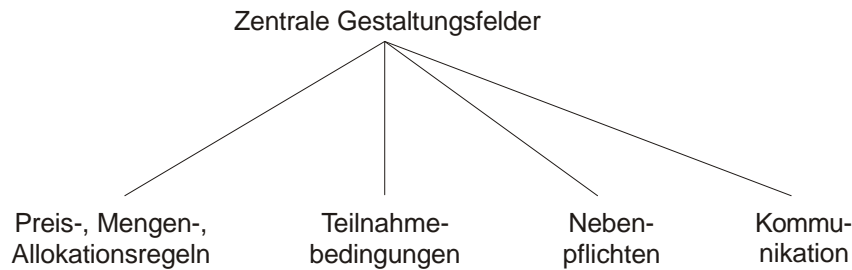


Abb. 2: Zentrale Gestaltungsfelder der Interaktion von Verkäufer und Anlegern

Sind die mit Aktien verbundenen Rechte und Pflichten fixiert, so ist das **Platzierungsergebnis** im Kern dadurch charakterisiert,

- zu welchem Preis
- wie viele Aktien
- an wen

verkauft werden.

Bei gegebenen Kaufangeboten wird ein so definiertes Platzierungsergebnis durch **Regeln zur Preisfestlegung, Mengenfestlegung und Allokation** bestimmt. Diese drei eng miteinander verzahnten Regelungsbereiche bilden ein erstes, ganz zentrales Gestaltungsfeld eines Platzierungsverfahrens.

Ein zweites Gestaltungsfeld bildet die Formulierung von **Teilnahmebedingungen**, d.h. von Vorgaben, die Anleger persönlich oder bei Abgabe ihrer Angebote erfüllen müssen, um ein berücksichtigungsfähiges Angebot unterbreiten zu können.

Mit einem Aktienverkauf verpflichten sich Verkäufer zur Übertragung der Rechtsposition eines Aktionärs und Käufer zur Zahlung des Kaufpreises. Daneben können Verkäufer und Anleger mit dem Abschluss eines Kaufvertrages oder schon mit der Unterbreitung eines Angebotes weitere Pflichten eingehen. Die Vereinbarung solcher **Nebenschlichten** bildet ein drittes Gestaltungsfeld.

Zu einem vierten Gestaltungsfeld können schließlich alle Maßnahmen zusammengefasst werden, die die **Kommunikation** zwischen Verkäufern und Anlegern betreffen. Dabei kann es um Informationen gehen, die Anleger über Verkäufer, Verkäufer über Anleger oder Anleger über andere Anleger erhalten.

3.2.2 Preis-, Mengen- und Allokationsregeln

a) Preisregeln

Zur Festlegung des Platzierungspreises stehen insbesondere die in Abb. 3 veranschaulichten vier **Grundtypen einer Preisregel** zur Verfügung.

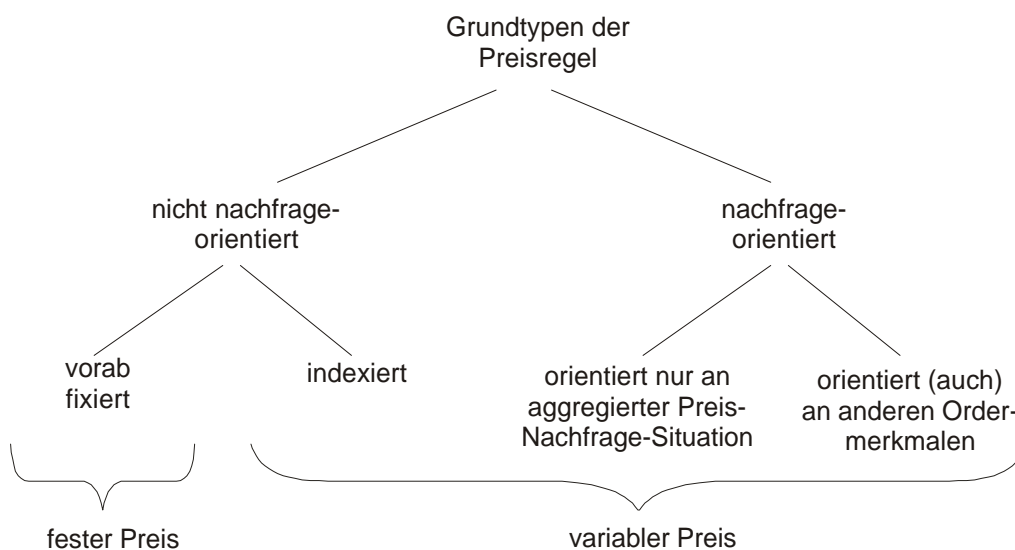


Abb. 3: Grundtypen der Preisregel

Der Platzierungspreis kann unabhängig von Menge und Qualität eingehender Kaufangebote (nicht nachfrageorientiert) oder abhängig davon (nachfrageorientiert) festgelegt werden. Die verbreitete **Differenzierung nicht nachfrageorientierter und nachfrageorientierter Verfahren** bedarf einiger Klarstellungen. Erstens können Verkäufer auch bei nicht nachfrageorientierten Verfahren die zu erwartende Nachfrage in der Preisfestlegung berücksichtigen. Nur wird dazu die Nachfrage nicht explizit erhoben, sondern es wird z.B. aus beobachtbaren Börsenkursen anderer Aktien und Anwendung als angemessen betrachteter Kurs-Gewinn-Verhältnisse die Zahlungsbereitschaft geschätzt. Zweitens kann auch bei nachfrageorientierten Verfahren am Ende der Zeichnungsfrist für den Platzierungspreis Spielraum verbleiben, der einseitig vom Verkäufer ausgefüllt wird. Drittens führen nachfrageorientierte Verfahren keineswegs zwingend zu Platzierungspreisen, die systematisch dichter an Gleichgewichtspreisen liegen, wie sie etwa im nachfolgenden Börsenhandel festgestellt werden (vgl. dazu Abschnitt 4.2.1).

Für **nicht nachfrageorientierte Preisregeln** stellen sich insbesondere die Alternativen, den Preis bereits im Verkaufsangebot numerisch zu fixieren (**fester Preis**) oder dort nur festzulegen, wie der Preis in Abhängigkeit von anderen Größen als der Orderlage zu bestimmen ist (**indexierter Preis**).

Als Bezugsgröße für eine Indexierung kommen theoretisch alle beobachtbaren Größen bis hin zu Ergebnisgrößen von Zufallsexperimenten in Betracht, praktisch aber vor allem wohl Aktienindizes und Kurse vergleichbarer bzw. identischer Aktien. So wurde in jüngerer Vergangenheit bei Kapitalerhöhungen verschiedentlich – erstmals bei einer Kapitalerhöhung der DEUTSCHE TELEKOM im Jahr 1999 – der Platzierungspreis in Abhängigkeit von zum Ende der Zeichnungsfrist beobachtbaren Kursen identisch ausgestatteter, bereits börsennotierter Aktien festgelegt.¹⁾ Bei Umplatzierungen mit vorhandener Börsennotierung kommt ebenfalls die Indexierung mit dem Kurs identisch ausgestatteter Aktien in Betracht, bei IPOs immer noch eine Indexierung mit Kursen ähnlicher Aktien oder mit Aktienindizes.

Nachfrageorientierte Preisregeln können danach unterschieden werden, ob sie den Platzierungspreis allein anhand der Preis- und Mengeninformationen der aggregierten Nachfragefunktion oder aus zusätzlichen oder ganz anderen Merkmalen der Nachfrage ermitteln. Eine spezielle Möglichkeit der ersten Art besteht darin, einer Gleichgewichtsvorstellung folgend als Platzierungspreis den höchstmöglichen Preis festzulegen, bei dem eine gegebene Angebotsmenge die Nachfragemenge nicht übersteigt. Spezielle Möglichkeiten der zweiten Art bestehen darin, grundsätzlich einen Gleichgewichtspreis im vorstehenden Sinne zu ermitteln, bei dessen Ermittlung aber Nebenbedingungen zu beachten, die z.B. die Verteilung der Aktien auf unterschiedliche Anlegergruppen betreffen.

Bleibt der Preis im Verkaufsangebot zunächst eine variable Größe, dann erschließt sich ein zusätzlicher Gestaltungsparameter durch unterschiedliche Möglichkeiten einer **Beschränkung des Preisspielraums**. Alternativ zum Verzicht auf jede Preisbegrenzung kann nur eine Preisobergrenze, nur eine Preisuntergrenze oder gleichzeitig Preisunter- und Preisobergrenze festgelegt werden. Mit der Vorgabe von Preisgrenzen kann sich der Verkäufer in seiner Preissetzungsfreiheit beschneiden und das Bewertungsproblem der Anleger tendenziell reduzieren, da Anleger sich dann nur noch Klarheit über bestimmte Preisabschnitte ihrer individuellen Preis-Nachfrage-Funktion verschaffen müssen. Die Vorgabe eines festen Preises kann auch als extreme Beschränkung des Preisspielraums eingeordnet werden.

1 Zur Zulässigkeit dieser Gestaltung und damit, vor allem bei Bezugsrechtsemissionen, verknüpften Problemen vgl. TERSTEGE (2001), S. 197-202.

Ein dritter Parameter für die Gestaltung von Preisregeln ergibt sich durch mögliche **Revisionen ursprünglicher Preisankündigungen** im Verlauf der Zeichnungsfrist. Praktisch beobachtbar sind vor allem nachträgliche Änderungen im vorläufigen Verkaufsprospekt genannter Preisspannen. Da es sich beim Verkaufsangebot um eine nicht bindende *invitatio ad offerendum* handelt, sind solche Änderungen rechtlich zulässig. Problematisch erscheint, inwieweit bereits erteilte und nach Preisrevision immer noch annahmefähige Kaufangebote für Bieter bindend bleiben und welche Informationspflichten der Verkäufer bei Revisionen gegenüber Bietern hat. Hinsichtlich dieser Rechtsfolgen werden im juristischen Schrifttum Einschätzungen entwickelt, die nach der genauen Art der Preisrevision und einer Ankündigung von Preisrevisionen im Verkaufsprospekt differenzieren.¹⁾ Von einer gesicherten Rechtsauffassung kann in diesen Fragen allerdings derzeit wohl nicht ausgegangen werden.

Ein vierter Parameter für die Gestaltung von Preisregeln ergibt sich aus der Möglichkeit, nach unterschiedlichsten Merkmalen differenzierte Platzierungspreise festzulegen. **Preisdifferenzierung** kann an persönlichen Merkmalen der Anleger anknüpfen. Z.B. können Privatanleger, Mitarbeiter oder Mitglieder so genannter *family&friends*-Programme, in die einem verkaufenden Aktionär nahe stehende Personen oder Geschäftspartner aufgenommen werden, Preisnachlässe erhalten. Preisdifferenzierung kann auch an Merkmalen der Kaufangebote anknüpfen. Z.B. kann der Preis umso höher ausfallen, je höher der im Kaufangebot genannte Maximalpreis ausfällt – im Extremfall kann er wie beim amerikanischen Tender jeweils genau in Höhe des im Kaufangebot genannten Preises fixiert werden. Durch diese Art der Preisdifferenzierung kann die geäußerte Zahlungsbereitschaft der Anleger vom Verkäufer vollständig abgeschöpft werden. Der Preis kann auch umso niedriger ausfallen, je früher ein Kaufangebot zugeleitet wird. Diese Art der Preisdifferenzierung kann Anleger zu frühzeitigen Orders anreizen, an denen Verkäufer z.B. Interesse haben, wenn Marketingmaßnahmen für die verbleibende Zeichnungsfrist bei besserer Kenntnis der Zahlungsbereitschaft in Art und Ausmaß zielorientierter gestaltet werden können.

b) Mengenregeln

Sieht man von den Möglichkeiten einer Preisdifferenzierung ab, so lassen sich alle für eine Preisfestlegung angeführten Möglichkeiten auf die Festlegung der insgesamt zu verkaufenden Aktienmenge übertragen – soweit Aktienmengen durch verfügbare Altaktien bzw. einen Kapitalerhöhungsbeschluss gedeckt sind.

1 Vgl. z.B. HEIN (1996), S. 5 und GROB (1998), S. 325-329 und 331-332.

c) Allokationsregeln

Sind Platzierungspreis und Verkaufsmenge endgültig festgelegt, dann können zwischen der Verkaufsmenge und der zum Platzierungspreis oder höheren Preisen nachgefragten Menge zwei Relationen bestehen.¹⁾ Entweder entsprechen Verkaufsmenge und Nachfragemenge gerade einander. Dann besteht nach Festlegung der Verkaufsmenge kein Allokationsspielraum mehr: alle preislich passenden Kaufangebote werden zugeteilt. Oder die Nachfragemenge übersteigt die Verkaufsmenge. Dann sind zusätzliche Allokationsregeln zur **Rationierung** der Verkaufsmenge erforderlich. Abb. 4 gibt einen Überblick über ausgewählte Ansatzpunkte einer Rationierung. Daneben sind weitere Ansatzpunkte vorstellbar und können Rationierungsregeln in unterschiedlicher Weise auf diese Ansatzpunkte Bezug nehmen und Ansatzpunkte in fast beliebiger Weise kombinieren.²⁾

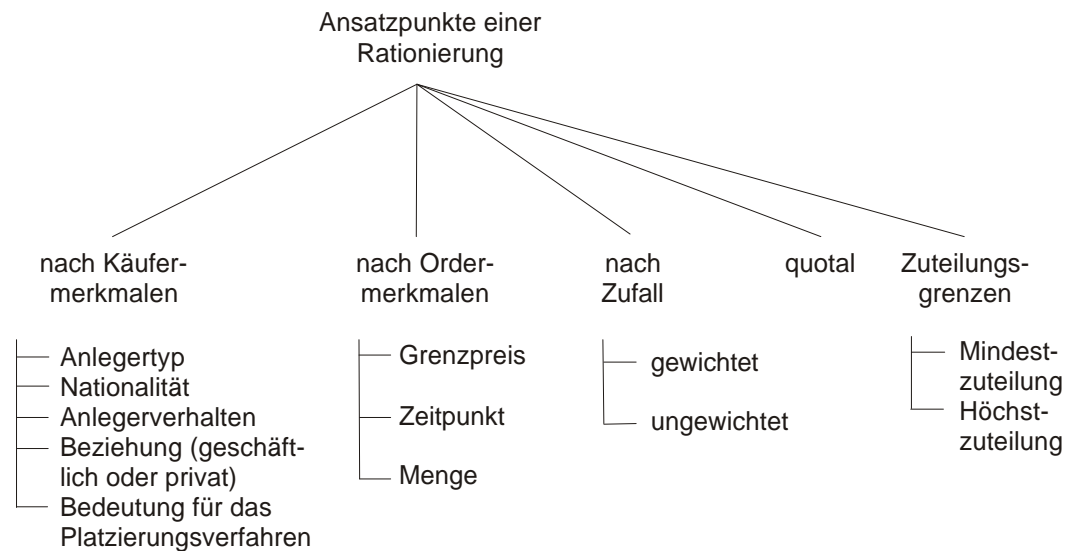


Abb. 4: Ausgewählte Ansatzpunkte einer Rationierung

Rationierungsregeln können an **persönlichen Merkmalen der Anleger** anknüpfen, an deren Typ (privat oder institutionell), Nationalität oder erwartetem Verhalten (kurzfristiges oder langfristiges Engagement). Daneben können Anleger bevorzugt werden, zu denen eine besondere private oder geschäftliche Beziehung besteht (family&friends-Programme) oder die z.B. durch Erstellung eines Bewertungsgutachtens zum Gelingen der Platzierung beigetragen haben.

1 Zu trennen ist zwischen der hier gemeinten Verkaufsmenge, die der Menge tatsächlich verkaufter Aktien entspricht, und einer wie auch immer definierten Angebotsmenge. Die Verkaufsmenge kann die Nachfragemenge nur unterschreiten oder ihr gerade entsprechen. Eine Angebotsmenge kann die Nachfragemenge hingegen unterschreiten (Überzeichnung), ihr gerade entsprechen oder sie auch überschreiten (Unterzeichnung).

2 Zu Rationierungsregeln vgl. z.B. METTLER (1990), S. 260-267.

Rationierung kann an **Merkmale der Kaufangebote** ansetzen. Solche Rationierungsregeln sind – wenn sie Anlegern mitgeteilt werden – geeignet, das Orderverhalten der Anleger zu beeinflussen. Z.B. können Angebote mit hohem Grenzpreis bevorzugt werden, um Anleger zur Abgabe hoher Gebote anzureizen. Oder limitierte Orders können gegenüber unlimitierten bevorzugt werden, wenn limitierten Orders mehr Bewertungsinformationen zugesprochen werden und Anleger zur Offenbarung von Bewertungsinformationen angeregt werden sollen. Oder es können – je nach Vorstellung über die Streubreite der Aktien – Orders mit großer oder kleiner Ordermenge bevorzugt werden. Oder es können früh eingegangene Orders bevorzugt werden, um Anleger zu früher Ordererteilung anzuregen. Ein ähnlicher wie der letztgenannte Effekt lässt sich durch vorzeitige Beendigung der Zeichnungsfrist erzielen.

Rationierung kann einem **Zufallsmechanismus** überlassen bleiben, wobei Zufallszuteilungen danach unterschieden werden können, ob alle Orders mit gleicher oder, etwa indem für größere Ordermengen „mehr Lose in den Topf gelegt werden“, unterschiedlicher Wahrscheinlichkeit zum Zuge kommen.

Rationierung kann in Form **quotaler Zuteilung** erfolgen, indem jede Order zu dem Bruchteil erfüllt wird, wie die Gesamtnachfrage durch die gesamte Verkaufsmenge befriedigt wird.

Daneben kann für die je Anleger oder je Kaufangebot zuzuteilende Menge eine Untergrenze (Mindestzuteilung) oder Obergrenze (Höchstzuteilung) festgelegt werden. Durch Mindestzuteilungen können Kleinstzuteilungen vermieden werden, die beim Anfall orderfixer Kosten nicht nur horrende prozentuale Transaktionskosten verursachen können, sondern erfahrungsgemäß von Zeichnern auch rascher wieder verkauft werden. Durch Höchstzuteilungen kann – zumindest im Hinblick auf die Aktienverteilung unmittelbar nach der Platzierung – vermieden werden, dass einzelne Aktionäre unerwünscht großen Stimmrechtseinfluss erlangen.

Die verschiedenen Ansatzpunkte sind zur Lösung eines Rationierungsproblems in unterschiedlicher Weise geeignet. So kann das Rationierungsproblem z.B. – abgesehen von Ganzzahligkeitsbedingungen – allein durch quotale Zuteilung gelöst werden, während die Festlegung von Zuteilungsgrenzen allein dazu allenfalls in ganz speziellen Situationen geeignet ist.

3.2.3 Teilnahmebedingungen

Allokationsregeln betreffen die Zuteilung, Teilnahmebedingungen die Ordererteilung. Materiell sind Regelungen beider Bereiche aber in gewissem Maße austauschbar. So ist es vom Ergebnis her z.B. unerheblich, ob einem bestimmten Anleger erst gar nicht die Möglichkeit der Ordererteilung eingeräumt wird oder ob von vornherein festgelegt wird, dass seine Order bei der Zuteilung unberücksichtigt bleibt. Der Phantasie sind bei der Formulierung von Teilnahmebedingungen kaum Grenzen gesetzt. Hier sollen nur ausgewählte Bedingungen mit empirischer Relevanz angesprochen werden.

Als besondere Gestaltung von Teilnahmebedingungen kann die **Ausgabe von Bezugsrechten** interpretiert werden. Ein Bezugsrecht berechtigt nicht nur zum Eintritt zur Platzierungsveranstaltung, sondern regelt gleichzeitig die Anzahl maximal erwerbbarer Aktien und einen Anspruch auf Erwerb eben dieser Aktienzahl – sofern der Bezugsrechtsinhaber die Konditionen akzeptiert. Bezugsrechte können wegen des Anspruchs auf Aktienerwerb sinnvoll nur mit einer nachfrageunabhängigen Preisfestlegung kombiniert werden, da Bezugsberechtigte in der Regel keinen Bietanreiz haben.¹⁾ Durch Bezugsrechte kann eine Rationierungssituation ausgeschlossen werden.

Gesetzlich vorgeschrieben ist ein **Bezugsrecht für Altaktionäre** im Verhältnis bisheriger Beteiligungsquoten für die Platzierung junger Aktien. In diesem Fall soll ein Bezugsrecht die Stimmrechts- und Vermögensposition der Altaktionäre absichern und ist dessen Ausschluss gemäß §186 AktG nur unter speziellen, hier nicht differenziert darstellbaren Bedingungen rechtlich möglich.²⁾ Ein ähnliches Gefährdungspotenzial für die Altaktionäre kann sich ergeben, wenn „ihre“ Gesellschaft Aktien einer Tochterunternehmung (**spin off**)³⁾ platziert. Deshalb wurde in jüngerer Vergangenheit vereinzelt ein gesetzliches Bezugsrecht der Altaktionäre auch bei spin offs proklamiert, das mehrheitlich aber bestritten wird.⁴⁾ Allerdings kann bereits die Ausgliederung der Tochtergesellschaft einen Hauptversammlungsbeschluss erfordern und können die Altaktionäre sich darin das Bezugsrecht für spätere Verkäufe von Aktien der Tochtergesellschaft vorbehalten.

1 In Einzelfällen empirisch beobachtbar (vgl. z.B. die Platzierung der DEUTSCHE TELEKOM im Jahr 1999) sind Gestaltungen, bei denen parallel die Platzierung einer Aktientranche mit Bezugsrechten und einer Aktientranche ohne Bezugsrechte und mit nachfrageorientierter Preisfestlegung erfolgen und der Platzierungspreis der ersten Tranche in Abhängigkeit vom Platzierungspreis der zweiten Tranche fixiert wird.

2 Vgl. z.B. TERSTEGE (2001), S. 62-76 mit den dort angegebenen Verweisen.

3 Zur begrifflichen Abgrenzung von spin offs vgl. z.B. JACOB (1998), S. 35-36.

4 Vgl. pro Bezugsrecht insbes. LUTTER (2000) und contra z.B. HABERSACK (2001).

Daneben erscheinen im Einzelfall Teilnahmebedingungen bedenkenswert, durch die bestimmte Anlegergruppen als Käufer ausgeschlossen werden. Neben dem kaum erläuterungsbedürftigen **Ausschluss von Konkurrenten** ist dabei vor allem an einen Ausschluss der Bürger bestimmter Staaten, insbesondere an einen **Ausschluss von US-Bürgern** zu denken. Nach amerikanischer Rechtsauffassung sind nämlich öffentliche Angebote zur Zeichnung, mit denen auch US-Bürger angesprochen werden, amerikanischem Recht unterworfen. Dann kommen z.B. relativ strenge Vorschriften zur Prospekterstellung und zu während der Prospektprüfung vom Verkäufer einzuhaltenden Verhaltenseinschränkungen samt empfindlicher Schadensersatzpflichten bei Verstößen zur Anwendung. Eine relativ einfache Möglichkeit zur Vermeidung dieser Rechtsfolgen besteht in dem Ausschluss von US-Bürgern bereits im Verkaufsprospekt.

3.2.4 Nebenrechte und Nebenpflichten

Eine bei Platzierungen regelmäßig vom Verkäufer übernommene Nebenpflicht stellt die **Bereitstellung einer börslichen Handelsmöglichkeit** dar. Die Möglichkeit eines börslichen Weiterverkaufs steigert die Attraktivität einer Aktie aus Anlegersicht und stellt für die Mobilisierung einer großen Zahl von Käufern, wie sie mit einer Platzierung idealtypisch intendiert ist, fast eine zwingende Bedingung dar. Mit der Einführung zum Börsenhandel können sich für Verkäufer Zwänge zur Einschaltung von Finanzintermediären und Publizitäts- und sonstige Pflichten verknüpfen. Ein Zwang zur Kooperation mit Finanzintermediären ergibt sich aus der gesetzlichen Vorgabe, dass Anträge zur Einführung in den Börsenhandel nur zusammen mit bestimmten Finanzintermediären gestellt werden können.¹⁾ Publizitäts- und sonstige Pflichten können sich qua Gesetz²⁾ oder qua Börsenzulassungsbedingungen ergeben. Das Ausmaß insbesondere der zuletzt angesprochenen Pflichten kann erheblich danach variieren, an welcher Börse und in welchem Handelssegment die Börseneinführung erfolgt. Auf mittelbar aus der Einführung zum Börsenhandel resultierende Pflichten soll hier nicht weiter eingegangen werden.

Innerhalb von Platzierungsverfahren selbst ist daneben vor allem die Vereinbarung von Nebenpflichten gebräuchlich, die in einer ersten Phase des anschließenden Börsenhandels „negative“ Kursentwicklungen verhindern sollen. Derartige Pflichten können von Käufern oder Verkäufern übernommen werden und Verkauforders unterbinden oder zu Kauforders verpflichten. Vier Typen solcher Nebenpflichten erscheinen besonders erwähnenswert, von denen die drei erstge-

1 Vgl. §§ 36 Absatz 2 und 71 Absatz 2 BörsG.

2 Vgl. BörsG, BörsZulV oder auch § 267 Absatz 3 Satz 2 HGB.

nannten allerdings mit mehr oder weniger großen Kontrollproblemen und Gefahren von Umgehungsgeschäften behaftet sind.

Anleger können sich mit dem Abschluss von Kaufverträgen für bestimmte Zeit zum **Verzicht auf Weiterverkäufe** in der Platzierung zugeteilter Aktien verpflichten.

Verkäufer können sich für bestimmte Zeit (**lock-up-period**) zum **Verzicht auf Folgeplatzierungen** verpflichten. Die Verpflichtung können sie im Verkaufsangebot, in einem Vertrag mit Intermediären oder im Rahmen der Börsenzulassung eingehen.¹⁾

Verkäufer können für bestimmte Zeit und unter bestimmten Bedingungen, z.B. bei Absinken des Börsenkurses unter den Platzierungspreis, eine **Pflicht zu Aktienrückkäufen** eingehen. Solche Verpflichtungen werden in praktischer Anwendung allerdings regelmäßig nicht vom Verkäufer selbst, sondern von Intermediären übernommen, die diese Verpflichtung zudem oftmals nur implizit übernehmen.

Schließlich kann sich der Verkäufer verpflichten, Aktienkäufern in Zukunft besondere Vorteile, etwa bei Folgeplatzierungen einzuräumen, wenn die Käufer für eine bestimmte Zeit den ununterbrochenen Besitz der Aktien nachweisen können. Durch solche Verpflichtungen des Verkäufers, wie sie etwa die DEUTSCHE TELEKOM bei ihrem Börsengang im Jahr 1996 eingegangen ist, können Aktienkäufern in positivem Sinne **Anreize zum Verzicht auf Weiterverkäufe** gegeben werden.

3.2.5 Kommunikation

Es ist festzulegen, wann und auf welche Weise der Verkäufer welche Informationen an Anleger übermittelt oder von Anlegern einholt. Nach der Informationsrichtung und den Informationsinhalten können verschiedene Teilbereiche der Kommunikationsgestaltung unterschieden werden.

1 So müssen sich z.B. bei erstmaliger Zulassung zum Neuen Markt gemäß Punkt 2.2 bzw. 7.3.9 der Zulassungsbedingungen Altaktionäre und Gesellschaft zu einer sechsmonatigen lock-up-period verpflichten. So eine Verpflichtung entfaltet allerdings nur Wirkung im Verhältnis zur Börse und keine unmittelbare Drittschutzwirkung zu Gunsten von Anlegern oder Intermediären. Analog entstehen auch durch entsprechende Vereinbarungen mit Intermediären keine Rechtsansprüche von Aktienkäufern.

a) **Objektinformationen vom Verkäufer an Anleger**

Da Verkäufer in der Regel hinsichtlich des Bewertungsobjektes systematisch über bessere Informationen als Anleger verfügen, besteht großes Interesse der Anleger an der Übermittlung dieser Objektinformationen. Da Verkäufer tendenziell an hohen und Käufer tendenziell an niedrigen Platzierungspreisen interessiert sind, stellt sich bei der Übermittlung dieser Informationen aber gleichzeitig in ausgeprägter Weise das mit asymmetrischer Informationsverteilung verknüpfte Problem **adverser Selektion** und die Aufgabe, es durch glaubwürdige Informationsübermittlung zu vermeiden.¹⁾

Zwei denkbare Ansätze zur Problemlösung können darin gesehen werden, dass sich der Verkäufer für den Fall von Fehlinformationen negativen Sanktionen unterwirft oder dass er für die Informationsübermittlung andere Akteure engagiert, die bei Anlegern mehr Glaubwürdigkeit als er selbst genießen. Die Pflicht zur Prospekterstellung und die damit verbundene **Prospekthaftung** des Verkäufers können als Lösungsbeitrag des ersten Ansatzpunktes interpretiert werden. Die empirisch fast immer zu beobachtende **Einschaltung von Finanzintermediären** wird vor allem mit ihrem Beitrag zu einer Lösung der zweiten Art begründet.

b) **Verfahrensinformationen vom Verkäufer an Anleger**

Daneben haben Anleger Interesse an Informationen über die Verfahrensgestaltung, etwa über die zur Anwendung kommenden Preis-, Mengen- und Allokationsregeln. Der Verkäufer steht damit vor der Frage, inwieweit er solche Regeln nur für sich definiert oder Anlegern auch mitteilt. Jede zusätzliche Mitteilung reduziert seinen Gestaltungsspielraum, den er möglicherweise noch im eigenen Interesse nutzen könnte, reduziert andererseits aber auch, u.a. genau deshalb weil der Verkäufer Spielräume aufgibt, die Unsicherheit der Anleger. Auch in diesem Teilbereich steht der Verkäufer vor dem Problem glaubwürdiger Informationsübermittlung. Er muss Anleger davon überzeugen, dass er angekündigte Verfahrensabläufe einhalten wird.

c) **Informationen von Anlegern an Verkäufer**

Auch Anleger können ihrerseits Informationen haben, die für Verkäufer interessant sind, insbesondere Informationen über ihre Präferenzen, Erwartungen, Kalküle und Bewertungsergebnisse. Solche Informationen können für den Verkäufer für Preis-, Mengen- oder Allokationsentscheidungen bedeutsam sein oder auch für die inhaltliche und methodische Ausgestaltung einer Übermittlung objektbezoge-

1 Zur theoretischen Fundierung der adversen Selektion vgl. grundlegend AKERLOF (1970) und zu einem Überblick über Lösungsansätze z.B. STRONG/WALKER (1987).

ner Informationen. Informationen über die Bewertungsergebnisse der Anleger erhält der Verkäufer ausschnittsweise während der Zeichnungsfrist in Form **eingehender Kaufangebote**. Je nach dem Verfahren der Preisfestlegung erfährt er

- einen einzigen Punkt (fester Preis),
- ein Preisintervall (nachfrageorientierter Preis mit Preisgrenzen) oder
- den gesamten Verlauf der Preis-Nachfrage-Funktion (nachfrageorientierter Preis ohne Preisgrenzen).

Diese durch Orders gewonnenen Informationen können aber aus Verkäufersicht zu unvollständig bleiben und zu spät eingehen.

Weitere Informationen können z.B. erlangt werden, wenn die Abgabe eines Angebotes an die Bedingung geknüpft wird, dass Anleger neben Mengen- und ggfs. Preisvorstellungen zusätzliche Angaben etwa über ihren Anlegertyp, ihre Anlagestrategie oder die aus ihrer Sicht besonders gravierenden Schwächen und Stärken der Aktie machen. Solche **mit Orders verknüpfte Zusatzinformationen** kann der Verkäufer für Entscheidungen nutzen, die während der restlichen Zeichnungsfrist oder an deren Ende zu treffen sind, etwa für ausstehende Preis-, Mengen- oder Allokationsentscheidungen oder für noch disponible Kommunikationsaktivitäten.

Will der Verkäufer Informationen der Anleger bereits für Entscheidungen nutzen, die er, wie z.B. die Festlegung fester Mengen oder Preise oder die Festlegung einer Preisspanne, bereits vor Beginn der Zeichnungsfrist treffen will oder muss, so wird eine **Befragung von Anlegern vor der Zeichnungsfrist** erforderlich. Dazu kann er z.B. ausgewählte Anleger auffordern, Bewertungsüberlegungen vollständig in Form dezidierter Bewertungsgutachten, ausgewählte Bewertungsaspekte in Form von Stärke-Schwäche-Profilen oder Bewertungsergebnisse durch Angabe individueller Preis-Nachfrage-Relationen offen zu legen. Befragungen, bei denen Anleger vor Beginn der Zeichnungsfrist um indikative, rechtlich unverbindliche Preis-Mengen-Vorstellungen ersucht werden, bezeichnet man als **premarket**. Entscheidungen, ob und, wenn ja, in welcher Weise ein premarket durchgeführt wird, können den Charakter eines Platzierungsverfahrens wesentlich prägen. Bei Befragungen vor der Zeichnungsfrist stellt sich allerdings das Problem, dass Anleger kein Interesse an der Offenlegung positiver Informationen haben, die den Verkäufer zur Festlegung aus ihrer Sicht ungünstigerer Konditionen, insbesondere höherer Preise, veranlassen könnten. Wollen Verkäufer im premarket unverzerrte Informationen erlangen, bedarf es also eines Sanktionsmechanismus, der Anleger zu wahrheitsgetreuer Übermittlung gerade auch positiver Informationen anreizt.

d) Anlegerinformationen vom Verkäufer an andere Anleger

Anleger können aus zwei sich überlagernden Gründen auch Interesse an den Informationen anderer Anleger haben, insbesondere an einer Offenlegung von deren Orders.

Ein erster Grund für dieses Informationsinteresse kann sich daraus ergeben, dass ein Anleger mit anderen Anlegern um angebotene Aktien konkurriert und er seine Bietstrategie bei Kenntnis von deren Bewertungsvorstellungen optimieren könnte. Dieses Informationsinteresse hat er auch dann, wenn seine eigene Bewertung der Aktie von der Bewertung durch andere Interessenten unabhängig ist (**private-value**). Dieses Interesse ist allerdings zu relativieren, wenn im Gegenzug auch andere Anleger Informationen über seine eigenen Bewertungsvorstellungen erhalten (offenes Orderbuch). Dann hat jeder Anleger Interesse daran, eigene Orders erst ganz am Ende der Zeichnungsfrist zu erteilen und anderen Anlegern keine Möglichkeit für die Optimierung ihrer Bietstrategien zu geben. Ohne zusätzliche Anreize für eine frühe Ordererteilung besteht die einzige Verhaltensreaktion der Anleger auf die Offenlegung von Anlegerinformationen seitens des Verkäufers insoweit darin, dass sie dieselben Orders wie ohne Informationsoffenlegung erteilen, nur erst ganz am Ende der Zeichnungsfrist. Aus Verkäufersicht ergeben sich damit unter private-value-Gesichtspunkten keine Vorteile einer Informationsoffenlegung, allenfalls der Nachteil, dass auch er selbst dann erst am Ende der Zeichnungsfrist die Nachfragebereitschaft der Anleger erfährt und darauf nicht mehr mit Anpassungen seiner Kommunikationspolitik reagieren kann.

Ein zweiter Grund für dieses Informationsinteresse kann sich ergeben, wenn die eigene Bewertung der Aktien durch Anleger von den Bewertungsvorstellungen anderer Anleger abhängt (**common-value**). Common-value-Aspekte sind ursächlich für das **winners-curse**-Problem, das in der wissenschaftlichen Diskussion von Platzierungsproblemen oftmals als ganz zentrales Problem eingeordnet wird.¹⁾ Mit winners curse (= Fluch des Gewinners) ist gemeint, dass Anleger nach Abschluss einer Platzierung feststellen können, dass Aktien „zu billig“ oder „zu teuer“ verkauft wurden, und dass sie bei der Abgabe von Kaufangeboten befürchten, im Durchschnitt mehr „zu teure“ als „zu billige“ Aktien zugeteilt zu bekommen. Diese Befürchtung reduziert ihre Bietbereitschaft und liegt nicht im Interesse des Verkäufers. Auftreten kann diese Situation aber nur, wenn Anleger den Referenzwert, den sie dem Platzierungspreis zur Unterscheidung von „zu billigen“ und „zu teuren“ Aktien gegenüberstellen, nach Abschluss der Platzierung anders bestimmen als bei Ordererteilung – ansonsten würden sie für „zu teure“ Aktien nicht bieten.

1 Zu einer grundlegenden Modellierung dieses Problems vgl. ROCK (1986) und ergänzend BEATTY/RITTER (1986) und NEUS (1995), S. 187-220.

Revisionen des Referenzwertes können Anleger vor allem **aus zwei Gründen** vornehmen: weil sie bestimmte Anleger oder andere Anleger im Durchschnitt für besser informiert halten als sich selbst und daher ihre subjektiven Bewertungsvorstellungen an beobachtbare Bewertungsvorstellungen anderer Anleger anpassen oder weil sie ihre subjektiven Bewertungen durch nachfolgend beobachtbare Börsenkurse ersetzen.¹⁾ Je vollständiger Anleger die Bewertungsvorstellungen anderer Anleger bereits vor Ordererteilung kennen, desto unwahrscheinlicher werden aus ihrer Sicht beide Arten von Revisionen, desto geringer wird ihr winners-curse-Risiko und desto geringer ihr dafür vorzunehmender Abschlag vom Gebotspreis. Common-value-Aspekte können dem Verkäufer also grundsätzlich einen Anreiz liefern, Anlegern die Informationen anderer Anleger bereits vor der Zeichnungsfrist möglichst vollständig zur Verfügung zu stellen.

Bei der Übermittlung von Anlegerinformationen an andere Anleger steht der Verkäufer aber gleich vor zwei Problemen. Zum einen muss er zunächst selbst die Informationen der Anleger unverzerrt gewinnen. Dabei stellen sich dieselben Probleme, wie bei deren Gewinnung zum Zwecke der eigenen Verfahrensgestaltung. Anleger werden auch dann, wenn sie befürchten müssen, dass auf Grund ihrer Informationspreisgabe andere Anleger ihre Bietbereitschaft erhöhen, private Informationen nur gegen Kompensation für die befürchteten Nachteile preisgeben.²⁾ Zum anderen muss der Verkäufer das Vertrauen der Anleger darin gewinnen, dass er gewonnene Anlegerinformationen wahrheitsgetreu und nicht im eigenen Interesse verzerrt berichtet. Vorteilhaft wird die Übermittlung von Anlegerinformationen an Anleger aus Verkäufersicht erst, wenn die Lösung beider Probleme zusammen weniger Kosten verursacht als sie Mehrerlös bewirkt.

1 Der erste Grund ergibt sich aus individuellen Bewertungsüberlegungen und ist unabhängig von der Möglichkeit eines späteren Aktienhandels. Der zweite Grund ergibt sich aus der Möglichkeit eines nachfolgenden Aktienhandels und ist unabhängig von individuellen Bewertungsüberlegungen. Wenn der erste Börsenkurs unter dem Platzierungspreis liegt, waren Aktienkäufe in der Platzierung auf jeden Fall zu teuer, weil sie im anschließenden Börsenhandel günstiger hätten erfolgen können oder besser unterblieben wären. Wenn der erste Börsenkurs über dem Platzierungspreis liegt, waren Aktienkäufe auf jeden Fall zu billig, weil Aktien günstiger als im Börsenhandel gekauft wurden oder dort mit Gewinn wieder verkauft werden können.

2 Zu einer modellgestützten Lösung dieses Problems vgl. BENVENISTE/SPINDT (1989) und BENVENISTE/WILHELM (1990).

3.3 Gestaltung der Kooperation mit Intermediären

3.3.1 Gestaltungsfelder im Überblick

Verkäufer können alle für die Platzierung erforderlichen Aktivitäten selbst planen und durchführen (**Selbstemission**) oder dazu in mehr oder weniger großem Umfang Hilfe spezialisierter Finanzintermediäre in Anspruch nehmen (**Fremdemission**). Reine Selbstemissionen sind bei der Platzierung von Aktien ausgesprochen selten. Sogar Kreditinstitute, die noch als Erste die Möglichkeiten dazu hätten, nehmen für die Platzierung eigener Aktien zumeist für ausgewählte Aktivitäten die Hilfe anderer Finanzintermediäre in Anspruch.

Mit der Möglichkeit, Hilfe von Finanzintermediären in Anspruch zu nehmen, stellen sich für Verkäufer neben der grundsätzlichen Frage, ob überhaupt Intermediäre eingeschaltet werden sollen, zwei eng verwobene Fragenkomplexe:

- Wie sollen geeignete Intermediäre ausgewählt werden (**Intermediärauswahl**)?
- Welche Rechte und Pflichten sollen vereinbart werden (**Vertragsgestaltung**)?

Der Komplex der Vertragsgestaltung lässt sich weiter nach Regelungsfeldern einer Kooperation strukturieren. Regelungen auf diesen Feldern können außer durch explizite vertragliche Vereinbarungen teilweise auch implizit, etwa durch die Existenz von Marktstandards, getroffen werden. Einen Überblick über ausgewählte Regelungsfelder einer Kooperation mit Intermediären gibt Abb. 5.

Pflichten der Intermediäre respektive Rechte des Verkäufers	<ul style="list-style-type: none"> – Beratung des Verkäufers – technische Durchführung – Marketingaktivitäten der Intermediäre – Börseneinführung (Prospekthaftung) – Übernahme von Aktien – Marktpflege
Rechte der Intermediäre respektive Pflichten des Verkäufers	<ul style="list-style-type: none"> – Preis-, Mengen- und Allokationsregeln bzw. Kompetenzen der Intermediäre – Marketingaktivitäten des Verkäufers – Verzicht auf Folgeplatzierungen – Greenshoe – Garantien – Provisionen – Rücktrittsrechte

Abb. 5: Ausgewählte Regelungsfelder einer Kooperation mit Intermediären

Intermediäre können die Beratung des Verkäufers hinsichtlich Planung und Durchführung der Platzierung, die technische Durchführung (vor allem die Entgegennahme und Auswertung der Kaufangebote sowie Übertragung von Aktien und Gegenleistungen), Marketingaktivitäten, die Stellung eines Antrages auf Börsenzulassung samt damit einhergehender Prospekthaftung, die Übernahme von Aktien auf eigene Rechnung und Marktpflegeaktivitäten übernehmen.

Verkäufer können sich zur Einhaltung bestimmter Preis-, Mengen- und Allokationsregeln verpflichten bzw. Intermediären Kompetenzen bei der Ausfüllung verbleibender Spielräume einräumen, ihrerseits Marketingaktivitäten übernehmen, sich für bestimmte Zeit zum Unterlassen von Folgeplatzierungen verpflichten, Intermediären Kaufoptionen zum Erwerb von Aktien insbesondere in Form eines so genannten Greenshoe einräumen, Garantieverpflichtungen bis hin zur Übernahme aller Prospektpflichten im Innenverhältnis eingehen, sich zur Provisionszahlung verpflichten und Intermediären Rechte zum Rücktritt vom Vertrag einräumen.

Sowohl für die Intermediärauswahl als auch für die Vertragsgestaltung erscheinen zudem Intermediärleistungen bedeutsam, die nicht unmittelbar mit vertraglich übernommenen Pflichten korrespondieren. Von besonderer Bedeutung ist in diesem Zusammenhang der Reputationseinsatz der Intermediäre.

Der **Reputationseinsatz**¹⁾ der Intermediäre wird oftmals als entscheidender Grund für die Einschaltung von Intermediären angesehen. Er kann dazu beitragen, dass Anleger übermittelten Informationen trauen, sie die Einhaltung von Ankündigungen unterstellen oder auch ohne Ankündigung von der Einhaltung marktüblicher Standards in der Platzierungsabwicklung ausgehen. Während dieselben Verkäufer eher selten am Platzierungsmarkt agieren und bei Fehlverhalten kaum Sanktionen – zumindest nicht an diesem Markt – zu befürchten haben, agieren Intermediäre regelmäßig am Platzierungsmarkt und setzen mit einem Fehlverhalten ihre Reputation als Vertrauensbasis für ihr gesamtes Folgegeschäft aufs Spiel. Damit wird Fehlverhalten für Intermediäre in besonderem Maße unattraktiv und aus Anlegersicht unwahrscheinlich. Bei Entscheidungen über eine Intermediäreinschaltung, Intermediärauswahl oder Vertragsgestaltung ist diese Intermediärleistung neben vertraglich zugesicherten Leistungen zu berücksichtigen.

Die Darstellung alternativer Gestaltungen einer Kooperation mit Intermediären beschränkt sich im Folgenden auf ausgewählte Gestaltungsbereiche, nämlich die Intermediärauswahl, die Vereinbarung von Übernahmepflichten, die Vereinba-

1 Zum Reputationsbegriff vgl. z.B. SPREMANN (1988), S. 619-620; zur theoretischen Fundierung des Reputationseinsatzes als Intermediärfunktion z.B. BOOTH/SMITH (1986) und NEUS (1993).

zung eines Greenshoe und Regelungen zum Orderhandling als speziellem Aspekt der technischen Durchführung.¹⁾

3.3.2 Intermediärauswahl

Für die **Auswahl eines Intermediärs** bestehen zwei idealtypische Möglichkeiten:

- Zunächst wird der Intermediär ausgewählt. Anschließend werden mit diesem Intermediär die zu vereinbarenden Rechte und Pflichten ausgehandelt (**negotiated offer**).
- Zunächst definiert der Verkäufer Eckpunkte eines Vertrages. Anschließend werden auf deren Basis Offerten unterschiedlicher Intermediäre eingeholt (**competitive bidding**).

Bei der ersten Vorgehensweise wird das Problem der Intermediärauswahl als vorab gelöst angesehen und stellt sich (nur noch) das Problem der Vertragsgestaltung. In der Vergangenheit wurde diese Vorgehensweise häufig von Verkäufern mit enger Hausbankbeziehung gewählt. Vorteile dieser Vorgehensweise ergeben sich vor allem daraus, dass nur Kontakt zu einem einzigen Intermediär aufgenommen werden muss. Dadurch kann u.a. der Informationsaufwand und das Risiko eines indiskreten Umgangs mit vertraulichen Informationen minimiert werden – vor allem, wenn es sich bei dem ausgewählten Intermediär um die Hausbank handelt. Mit der Vorabfestlegung auf einen bestimmten Intermediär begibt sich der Verkäufer aber gleichzeitig der Möglichkeit, die Konkurrenz verschiedener Intermediäre für die Erreichung möglichst günstiger Vereinbarungen zu nutzen.

Vor allem wegen dieses Nachteils von negotiated offers und der abnehmenden Bedeutung klassischer Hausbankbeziehungen hat sich in den vergangenen 20 Jahren bei Aktienplatzierungen in Deutschland mehr und mehr die zweite Vorgehensweise durchgesetzt. Dabei besteht aus theoretischer Sicht ein enger Zusammenhang zwischen dem Ablauf eines competitive bidding, dem Zielsystem des Verkäufers und den Eckdaten des zu vereinbarenden Vertrages.

Geht man davon aus, dass Verkäufer ausschließlich die Erzielung möglichst hoher Platzierungserlöse anstreben und sie mit Intermediären ausschließlich Verträge abschließen, die eine Übernahme aller Aktien durch Intermediäre zu einem festen Platzierungspreis beinhalten, so kann ein competitive bidding – wenn man von

1 Zur Kooperation zwischen Verkäufern und Intermediären vgl. z.B. BOSCH/GROB (1998), dort finden sich u.a. Musterverträge, EMERY/FINNERTY (1997), S. 737-738, HOPT (1991), SMITH (1986).

Bonitätsunterschieden der Intermediäre abstrahiert – so gestaltet werden, dass Intermediäre zu Geboten in Form eines Übernahmepreises aufgefordert werden und der Verkäufer sich für den meistbietenden Intermediär entscheidet. Reale Situationen können von diesem Extremszenario aber in zwei Weisen abweichen.

Zum einen können Verkäufer andere Ziele verfolgen, z.B. an einer bestimmten Allokation der Aktien oder an einer „positiven“ Kursentwicklung interessiert sein (vgl. Abschnitt 4.1). Zum anderen können Kooperationen bei Vertragsschluss das Erlörisiko ganz oder teilweise beim Verkäufer belassen. Beide Abweichungen vom Extremszenario, die auch in Kombination auftreten können, bewirken, dass der Verkäufer die Intermediärauswahl in einem competitive bidding nicht oder zumindest nicht allein anhand eines Vergleichs gebotener Übernahmepreise vornehmen kann. Für die Auswahl erlangt dann Bedeutung, inwieweit von Intermediären geplante Vorgehensweisen für die Erreichung der Verkäuferziele geeignet sind und Intermediäre zur Umsetzung ihrer Planungen in der Lage sind. Damit wird zum einen erforderlich, dass sich Intermediäre um ein Platzierungsmandat unter Vorstellung ihres geplanten Platzierungskonzeptes und Nachweis ihrer Kompetenzen bewerben. Solche Bewerbungsverfahren werden als **beauty contest**¹⁾ bezeichnet. Damit wird zum anderen erforderlich, dass der Verkäufer über entsprechenden Sachverstand zur Beurteilung der Konzepte und Kompetenzen einschließlich der Reputation der Intermediäre verfügt. Soweit er über diesen Sachverstand nicht selbst verfügt, wird die Einschaltung weiterer Intermediäre, so genannter **financial adviser**, erforderlich, die den Verkäufer hinsichtlich Platzierungskonzept und Intermediärauswahl beraten.

Da sich in den vergangenen Jahren in Deutschland Kooperationen zwischen Verkäufern und Intermediären durchgesetzt haben, die das Erlörisiko zumindest teilweise beim Verkäufer belassen, haben sich parallel dazu beauty contests als Standardvorgehensweise zur Intermediärauswahl und ein eigenständiges Angebot rein beratend tätiger Intermediäre etabliert.

Berücksichtigt man, dass Intermediärleistungen typischer Weise nicht von einzelnen Intermediären, sondern von **konsortial verbundenen Intermediären** erbracht werden, stellt sich für den Verkäufer weiter gehend die Frage, in welchem Maß er Einfluss auf die Zusammensetzung des Konsortiums nehmen will. Er kann sich auf die Auswahl eines Konsortialführers beschränken und diesem die weitere Zusammensetzung des Konsortiums überlassen oder in abgestufter Form Einfluss auf die Auswahl weiterer Konsorten nehmen.

1 Vgl. zu beauty contests z.B. JACOB (1998), S. 146-167.

3.3.3 Übernahmevereinbarungen

Hinsichtlich einer Pflicht der Intermediäre zur Übernahme von Aktien werden üblicherweise drei Gestaltungsalternativen unterschieden:

- **Keine Übernahmezusage:** Intermediäre verpflichten sich nicht, selbst Aktien zu kaufen.
- **Unbedingte Übernahmezusage:** Intermediäre verpflichten sich, Aktien zu kaufen und erst anschließend an Anleger weiterzuverkaufen.
- **Bedingte Übernahmezusage:** Intermediäre verpflichten sich, Aktien insoweit zu kaufen, wie sich keine Anleger zum Kauf bereit finden.

Im deutschsprachigen Raum werden selten Verträge, sondern meist Intermediäre nach der Art der Übernahmezusage sprachlich unterschieden. Dabei wird konsortiale Erbringung der Übernahmeleistung unterstellt und zwischen **Begebungskonsortium** (keine Zusage), **Übernahmekonsortium** (unbedingte Zusage) und **Garantiekonsortium** (bedingte Zusage) unterschieden.¹⁾ Im angelsächsischen Raum werden stattdessen die Verträge nach der Art der Übernahmezusage als **best effort contract** (keine Zusage), **firm commitment contract** (unbedingte Zusage) oder **stand by contract** (bedingte Zusage) bezeichnet.²⁾

Diese Dreiteilung rückt mit der Unterscheidung bedingter und unbedingter Zusagen ein Merkmal in den Vordergrund, das primär rechtlicher und nicht ökonomischer Natur ist. Aus ökonomischer Perspektive erscheint vor allem erheblich, inwieweit Intermediäre sich für Situationen zum Aktienkauf verpflichten, in denen Anleger nicht zum Kauf bereit sind. Dafür interessiert weniger, ob Intermediäre zunächst alle Aktien kaufen und auf dem unverkäuflichen Rest „sitzen bleiben“ oder ob zunächst Aktien an Anleger verkauft werden und Intermediäre erst dann den unverkäuflichen Rest kaufen. Ökonomische Relevanz erlangt dieser rechtliche Unterschied primär im Kontext spezifischer rechtlicher Gegebenheiten, so z.B. bei der Platzierung junger Aktien, bei der es auf Grund aktienrechtlicher Vorgaben eine unbedingte, nicht aber eine bedingte Übernahmezusage erlaubt, die Durchführung der Kapitalerhöhung bereits vor dem Verkauf der Aktien an Anleger ins Handelsregister einzutragen und so Aktien nach einem Verkauf an Anleger zeitnah übertragen zu können, oder bei einer Besteuerung von Aktienverkäufen, wie sie mit der Börsenumsatzsteuer in Deutschland zeitweise bestand.

1 Vgl. z.B. LANG (1993), S. 5-6 oder BITZ (2001), S. 152.

2 Vgl. z.B. MANDELKER/RAVIV (1977), S. 684, SMITH (1977), S. 296-301, BARON (1979) oder BØHREN/ECKBO/MICHALSEN (1997), S. 224.

Für die ökonomische **Charakterisierung von Übernahmezusagen** erscheinen eher folgende Merkmale wesentlich:

- der **Übernahmepreis**, der pro Aktie zugesagt wird,
- der **Zeitpunkt**, in dem die Übernahmezusage gegeben wird, und
- die **Möglichkeiten** der Intermediäre, von der Zusage **zurückzutreten**.

Intermediäre können mit einer Übernahmezusage idealtypisch das gesamte Erlösrisiko des Verkäufers übernehmen, wenn sie bereits vor Zeichnungsfrist ohne Rücktrittsrechte die Übernahme zu einem festen Platzierungspreis zusagen. So eine Zusage wird wohl überwiegend mit einer unbedingten Übernahmezusage assoziiert. So weit reichende Übernahmezusagen sind in den vergangenen Jahren im praktischen Einsatz aber eher unüblich geworden.¹⁾ Durchgesetzt haben sich mehr und mehr Übernahmezusagen, die zwar von der rechtlichen Gestaltung her noch immer unbedingte Übernahmezusagen darstellen, die sich aber in mindestens einem der drei genannten Merkmale von der idealtypischen Zusage unterscheiden.

Erfolgt die Zusage erst am Ende der Zeichnungsfrist bei Vorliegen aller einseitig verbindlichen Orders, so wird materiell lediglich noch das Risiko abdeckt, dass Anleger Zahlungspflichten nicht erfüllen. Auch wenn, wie insbesondere bei der Platzierung junger Aktien seit langem üblich,²⁾ eine Übernahme der Aktien nur zu einem deutlich unter dem Börsenkurs vergleichbarer Aktien liegenden Nennwert erfolgt, wird materiell nur das u.U. verschwindend geringe Risiko übernommen, dass der Börsenkurs bis zum Ende der Zeichnungsfrist unter den Nennwert fällt. Zudem kann – besonders irreführend – eine unbedingte Übernahmezusage, wie das vor allem bei der Platzierung alter Aktien gängige Praxis ist, für den Fall unvorhersehbarer Veränderungen im Börsenumfeld oder in den Verhältnissen der Gesellschaft auch weit reichende Rücktrittsrechte der Intermediäre vorsehen, also gerade doch unter Bedingungen erfolgen.³⁾

1 Vgl. WAHRENBURG (2001), Sp. 625-626.

2 Vgl. WIEDEMANN (1979).

3 Vgl. zu so genannten Force Majeure-Klauseln z.B. BOSCH/GROß (1998), S. 185, 202-203, 215-216, BUSCH (2001) oder auch schon SMITH (1977), S. 297, Fn. 36. Durch Vereinbarung solcher Klauseln werden Übernahmezusagen rechtlich in erheblichem Maße unverbindlich. Ihre Verbindlichkeit stützt sich dann vornehmlich auf ökonomische Zwänge, wenn Intermediäre Rücktrittsrechte nur unter Reputationsverlust nutzen können. Die Reputation der Intermediäre erlangt damit für die Kooperation von Verkäufern und Intermediären zusätzliche Bedeutung.

3.3.4 Greenshoe

Intermediären können optionale Kaufrechte auf Aktien eingeräumt werden. Solche Rechte lassen sich im Wesentlichen dadurch charakterisieren,

- welche **Menge** Aktien Intermediäre,
- zu welchem **Basispreis**,
- in welchem **Zeitpunkt bzw. Zeitraum** und
- unter welchen **zusätzlichen Bedingungen** kaufen können und
- wie die **Bereitstellung der Aktien** bei Bedarf erfolgt.

Je nach Ausgestaltung dieser Merkmale können Intermediären äußerst unterschiedliche Kaufoptionen eingeräumt werden. So werden Intermediären in den USA gelegentlich **Kaufoptionen mit mehrjähriger Laufzeit** eingeräumt, die sich auf Aktien außerhalb des normalen Platzierungsvolumens beziehen, einen Basispreis in Höhe des Platzierungspreises haben und ohne Einhaltung zusätzlicher Bedingungen ausgeübt werden können. Solche Optionen sollen die Interessen von Intermediären und Verkäufern hinsichtlich der Kursentwicklung der Aktien in den Jahren nach der Platzierung harmonisieren und Intermediäre zusätzlich zu sonstigen Provisionen entlohnen.¹⁾

Eine spezielle Variante kurz laufender Kaufoptionen wird als **Greenshoe** bezeichnet. Die Bezeichnung geht auf einen US-Hersteller von Kinder- und Bootschuhen zurück, der diese Optionsvariante erstmals 1963 eingesetzt hat und damals als „GREEN SHOE MANUFACTURING COMPANY“ firmierte.²⁾ Während ein Greenshoe in den USA seither bei den meisten Aktienplatzierungen vereinbart wird, kommt er in Deutschland erst seit einer Platzierung von LUFTHANSA-Aktien im Jahr 1994 zum Einsatz. Nach gängiger Vorstellung spricht man von einem Greenshoe, wenn Intermediäre

1 Mehrjährige Optionen werden vor allem bei der erstmaligen Platzierung von Aktien kleinerer, als besonders risikoreich eingeschätzter Gesellschaften eingesetzt. Provisionssätze sind in den USA durch eine Absprache der National Association of Securities Dealers und einzelstaatliche Vorgaben nach oben beschränkt. Oftmals ermöglicht es besonders risikoreichen Gesellschaften daher erst die zusätzliche Einräumung von mehrjährigen Kaufoptionen, Intermediäre zur Kooperation zu bewegen. Vgl. BARRY/MUSCARELLA/VETSUYPENS (1991).

2 Vgl. mit weiteren Nachweisen JACOB (1998), S. 218. Heute firmiert die Gesellschaft als „THE STRIDE COMPANY“. Ein Greenshoe wird teilweise auch als over-allotment-option oder als Überzuteilungsoption bezeichnet (vgl. dazu z.B. HANSEN/FULLER/JANJIGIAN (1987), insbes. S. 25). Auch mit over-allotment-option oder Überzuteilungsoption ist entgegen dem Wortlaut also eine Kaufoption der Intermediäre gemeint und nicht etwa das Recht der Intermediäre, Anlegern über das normale Platzierungsvolumen hinaus Aktien zuzuteilen.

- innerhalb von 30-45 Tagen nach Ende der Zeichnungsfrist
- zusätzlich Aktien im Volumen von 10-15% des sonstigen Platzierungsvolumens
- zum selben Preis wie das sonstige Platzierungsvolumen

vom Aktienverkäufer erwerben können.¹⁾ Die Vorstellung, dass zusätzliche Bedingungen erfüllt sein müssen, damit Intermediäre die Kaufoption ausüben können, wird mit einem Greenshoe regelmäßig nicht verknüpft.

Eine Bereitstellung der Greenshoe-Aktien kommt durch Aktionäre oder die Gesellschaft in Betracht. Sollen für den Greenshoe junge Aktien bereit gestellt werden, stellen sich hier nicht weiter zu behandelnde Probleme rechtlicher und technischer Natur, da das Bezugsrecht der Altaktionäre ausgeschlossen werden muss und für den Fall, dass Intermediäre Anlegern Aktien im Volumen des Greenshoe bereits vor Ausübung des Greenshoe zuteilen wollen, besondere Vorkehrungen getroffen werden müssen.²⁾

Ein Greenshoe soll nach gängiger Sichtweise vor allem aus **zwei Gründen** die Zahlungsbereitschaft der Anleger erhöhen und damit letztlich im Interesse des Verkäufers liegen. Zum einen soll die Möglichkeit einer Erhöhung der Verkaufsmenge Preisabschläge reduzieren, die Anleger auf Grund asymmetrischer Informationsverteilung fordern. Zum anderen soll ein Greenshoe Intermediären ohne Übernahme von Kursänderungsrisiken Marktpflegeaktivitäten erlauben, die Anleger wiederum mit höherer Zahlungsbereitschaft honorieren (vgl. zu beiden Argumenten Abschnitt 4.2.3).

1 Zeit- und Mengenbeschränkungen eines Greenshoe resultieren aus Vorgaben, die in Großbritannien bzw. den USA für Marktpflegeaktivitäten gelten und die sich als Usancen auch in anderen Ländern etabliert haben. So darf z.B. das Volumen eines Greenshoe nach Vorgabe der amerikanischen National Association of Securities Dealers 15% des sonstigen Platzierungsvolumens nicht übersteigen. Vgl. MUSCARELLA/PEAVY III/VETSUYPENS (1992), S. 80.

2 Vgl. dazu z.B. OLTMANN (1996), HOFFMANN-BECKING (1997), S. 39-43, TRAPP (1997), BOSCH/GROß (1998), S. 169-172, JACOB (1998), S. 225-229, PICOT/LAND (1999), S. 574-575.

3.3.5 Orderhandling

Geht man von der technischen Durchführung der Platzierung durch ein Konsortium von Intermediären aus, so bestehen hinsichtlich des Orderhandlings zwei idealtypische Gestaltungsvarianten.

Konsorten können Orders getrennt sammeln und nur in **institutsindividuellen Orderbüchern** führen. Mit dieser Organisationsform sind Möglichkeiten nachfrageorientierter Preis- und Mengenfestlegung nur eingeschränkt kombinierbar, da ein vollständiges Bild von der Nachfragesituation erst gar nicht entsteht. Mit dieser Organisationsform ist zudem zwar grundsätzlich vereinbar, dass zwischen Verkäufer und Konsortium Allokationsregeln vereinbart werden, etwa die Vorgabe quotaler Zuteilung oder eine Mindestzuteilung. Die Vereinbarung bestimmter Allokationsregeln, in Abhängigkeit von der insgesamt erhobenen Nachfrage, scheidet aber aus. Zudem verfügt der Verkäufer kaum über Möglichkeiten, die Einhaltung vereinbarter Regeln zu kontrollieren.

Konsorten können Orders auch in einem **zentralen Orderbuch** zusammenführen. Mit dieser Organisationsform erschließen sich in vollem Umfang die Möglichkeiten, Preise und Mengen nachfrageorientiert festzulegen und Allokationsentscheidungen im Lichte der vollständigen Kenntnis der Nachfragesituation zu treffen. Im Extremfall kann der Verkäufer bei Einblick in das zentrale Orderbuch Allokationsentscheidungen bis auf die Ebene der an einzelne Anleger zuzuteilenden Aktien selbst vornehmen und so gleichzeitig eine Informationsbasis für die zumindest stichprobenartige Überprüfung der Einhaltung von Allokationsregeln durch Intermediäre erlangen.

Die Art des Orderhandlings hat also große Bedeutung für die im Bereich der Preis-, Mengen- und Allokationsregeln überhaupt verfügbaren Alternativen, für die Möglichkeiten des Verkäufers, auf die Anwendung dieser Regeln nach Vertragsschluss mit Intermediären noch Einfluss zu nehmen, und auch für seine Möglichkeiten, die Einhaltung vereinbarter Regeln zu überwachen.

Daneben ist zu entscheiden, ob Anleger Einblick in Orderbücher – insbesondere in ein zentrales Orderbuch – nehmen können (**offenes Orderbuch**) oder nicht (**geschlossenes Orderbuch**). Die Offenlegung des Orderbuchs kann das Verhalten der Anleger in zweierlei Weise beeinflussen. Zum einen kann die Kenntnis bereits vorliegender Orders anderer Anleger das eigene Orderverhalten beeinflussen. Zum anderen kann das eigene Orderverhalten aber auch dadurch beeinflusst werden, dass andere Anleger eigene Orders beobachten können.

3.4 Merkmalkombinationen und gängige Verfahren

Obwohl vorstehend nur ausgewählte Merkmale und Merkmalsausprägungen angeführt wurden, ergibt sich bereits durch deren Kombinationsmöglichkeiten theoretisch eine immense Vielfalt unterschiedlicher Platzierungsverfahren. Diese theoretische Vielfalt kontrastiert mit gängigen Systematisierungen, die mit Festpreisverfahren, Bookbuilding und Auktionen üblicherweise nur drei Verfahrensalternativen unterscheiden. Damit stellt sich die Frage, wie diese drei Alternativen in das Spektrum theoretischer Gestaltungsvielfalt einzuordnen sind.

Eine eindeutige Antwort auf diese Frage ist vor allem deshalb unmöglich, weil mit den drei Bezeichnungen gleichzeitig Platzierungsverfahren auf sehr unterschiedlichen Konkretisierungsniveaus differenziert werden. Teilweise werden damit – vor allem in der eher theoretisch orientierten Literatur – durch nur wenige Merkmale charakterisierte Verfahrensklassen bezeichnet, die jeweils noch eine Vielzahl von Detailgestaltungen umfassen. Teilweise werden damit aber auch – vor allem in der eher praktisch orientierten Literatur – weitgehend konkretisierte Verfahren bezeichnet, die nur noch in sehr begrenztem Maße Gestaltungsspielräume belassen. Zudem ist eine eindeutige Antwort auf die Frage deshalb unmöglich, weil Verfahren auch auf ein und demselben Konkretisierungsniveau meist nicht ganz präzise und nicht einheitlich charakterisiert werden.¹⁾

Im Sinne **größerer Verfahrensklassen** lassen sich Festpreisverfahren, Bookbuilding und Auktion, wie in Abb. 6 verdeutlicht, nach zwei Merkmalen differenzieren.

		vor Einholung verbindlicher Kaufangebote wird Nachfrage indikativ	
		erfragt	nicht erfragt
vor Festlegung des Platzierungspreises werden verbindliche Kaufangebote	eingeholt	Bookbuilding (deutsche Variante)	Auktion
	nicht eingeholt	Bookbuilding (amerikanische Variante)	Festpreisverfahren

Abb. 6: Klassen von Platzierungsverfahren

1 Vgl. zur Charakterisierung von Verfahrensalternativen z. B. VOIGT (1995), JACOB (1998), Stolz (1998), BAUMEISTER/WERKMEISTER (2001), WAHRENBURG (2001).

Platzierungen können mittels einstufiger oder zweistufiger Verfahren durchgeführt werden. Bei **einstufigen Verfahren** werden Anleger ohne premarket direkt zur Abgabe verbindlicher Kaufangebote aufgefordert. Einstufige Verfahren, bei denen der Platzierungspreis bereits vor Einholung der verbindlichen Kaufangebote nachfrageunabhängig fixiert ist, werden – zumindest im deutschsprachigen Schrifttum – als **Festpreisverfahren** bezeichnet. Einstufige Verfahren, bei denen der Platzierungspreis erst nach Ende der Zeichnungsfrist nachfrageabhängig fixiert wird, werden als **Auktion** bezeichnet.

Teilweise wird der Begriff Auktion in Anlehnung an den Sprachgebrauch der mathematisch orientierten Auktionstheorie allerdings auch wesentlich weiter gefasst. Im Extremfall wird dabei jedes formalisierte Verfahren, nach dem Kaufangebote gesammelt und Verkaufsmenge und -preis sowie Allokation bestimmt werden, als Auktion bezeichnet. In einem solch weiten, hier nicht weiter betrachteten Sinne wäre jedes Platzierungsverfahren eine Auktion – wenn es nur hinreichend formalisiert ist und dem Verkäufer keine diskretionären Spielräume belässt.

Bei **zweistufigen Verfahren** werden in einem ersten Schritt (ausgewählte) Anleger zunächst nur um Bekanntgabe ihrer Kaufbereitschaft in Form rechtlich unverbindlicher, indikativer Preis-Mengen-Relationen gebeten. Erst in einem zweiten Schritt werden Anleger zur Unterbreitung rechtlich verbindlicher Kaufangebote aufgefordert. Zweistufige Verfahren werden auch als **Bookbuilding** bezeichnet. Je nach dem Verfahrenszustand, der beim Übergang vom premarket zur Zeichnungsfrist erreicht wird, sind zwei Typen eines Bookbuilding zu unterscheiden. Der Platzierungspreis kann zu Beginn der Zeichnungsfrist numerisch fixiert werden (**amerikanisches Bookbuilding**) oder während der Zeichnungsfrist variabel bleiben und erst an deren Ende in Abhängigkeit von den dann vorliegenden verbindlichen Kaufangeboten fixiert werden (**deutsches Bookbuilding**).

Im Sprachgebrauch der Praktiker werden mit Festpreisverfahren, Bookbuilding und Auktion zumeist keine Verfahrensklassen im vorstehend beschriebenen Sinne bezeichnet, die insgesamt das Spektrum möglicher Platzierungsverfahren abdecken, sondern wesentlich **konkretere Verfahrensgestaltungen**, die nur noch Punkte oder schmale Ausschnitte des Verfahrensspektrums darstellen. Einen Überblick über charakteristische Merkmale, die im Sinne dieses Sprachgebrauchs zumeist mit Festpreisverfahren, Bookbuilding und Auktion verknüpft werden, gibt die nachfolgend erläuterte Abb. 7. Dabei wird von einem Bookbuilding in der in Deutschland praktizierten Variante ausgegangen.

	Festpreisverfahren	Auktion	Bookbuilding
Preisregel	vorab fixierter Preis ohne Revisionsmöglichkeit	variabler Preis; nachfrageorientierte Festlegung nach dem Leitbild eines Gleichgewichtspreises	variabler Preis; revisionsfähige Spanne, nachfrageorientierte Festlegung mit Berücksichtigung von Käufermerkmalen
Mengenregel	feste Menge	feste Menge	revisionsfähige Maximalmenge; nachfrageorientierte Festlegung mit Berücksichtigung von Käufermerkmalen
Allokation	dezentral, mit oder ohne Vorgaben	nach dem Meistbietungsprinzip	zentral, unter Berücksichtigung von Käufermerkmalen
premarket	nein	nein	ja, mit ausgewählten institutionellen Anlegern
Bezugsrechte	mit oder ohne	ohne	ohne
Übernahmezusage	zu Beginn der Zeichnungsfrist zum Platzierungspreis, bei jungen Aktien auch zum Nennwert	(keine bestimmte Vorstellung)	nach Ende der Zeichnungsfrist zum Platzierungspreis, bei jungen Aktien auch vor Beginn der Zeichnungsfrist zum Nennwert
Greenshoe	nein	nein	ja
Orderhandling	dezentrale geschlossene Orderbücher	zentrales geschlossenes oder offenes Orderbuch	zentrales geschlossenes Orderbuch

Abb. 7: Konkrete Gestaltungen von Platzierungsverfahren

Mit einem **Festpreisverfahren** werden über die Vorstellung eines einstufigen Verfahrens mit vor Beginn der Zeichnungsfrist fixiertem Platzierungspreis hinaus mehr oder weniger zwingend folgende Vorstellungen verknüpft: Der Platzierungspreis kann nachträglich nicht revidiert werden. Auch die Verkaufsmenge liegt bereits zu Beginn der Zeichnungsfrist fest. Kaufangebote werden dezentral in geschlossenen Orderbüchern gesammelt und die Allokation der Aktien erfolgt dezentral. Festpreisverfahren können mit oder ohne Bezugsrechte durchgeführt werden. Im Fall ohne Bezugsrechte werden mit einem Festpreisverfahren keine Vorstellungen ganz bestimmter Allokationsregeln verknüpft. Die Allokation kann ohne oder mit zentralen Vorgaben erfolgen – soweit Vorgaben auf Basis dezentraler Orderbücher praktikabel sind. Ein Greenshoe ist nicht vorgesehen. Bereits vor Beginn der Zeichnungsfrist geben Intermediäre eine Übernahmezusage. Bei Altaktien wird zumeist von einem Übernahmepreis in Höhe des Platzierungspreises ausgegangen. Bei jungen Aktien wird alternativ auch ein Übernahmepreis in Höhe des Nennwertes als mit einem Festpreisverfahren vereinbar betrachtet.

Mit einer **Auktion** werden über die Vorstellung eines einstufigen Verfahrens mit einer Preisfixierung erst nach Beendigung der Zeichnungsfrist hinaus mehr oder weniger zwingend folgende Vorstellungen verknüpft: Die Verkaufsmenge liegt bereits zu Beginn der Zeichnungsfrist fest. Die Kaufangebote werden in einem zentralen Orderbuch gesammelt, das offen oder geschlossen sein kann. Am Ende der Zeichnungsfrist wird der Platzierungspreis nach dem Leitbild eines Gleichgewichtspreises festgelegt. Diesem Leitbild entsprechend wird davon ausgegangen, dass mit dem Platzierungspreis automatisch auch die Allokation festliegt und Anlegern Aktien in absteigender Folge ihrer artikulierten Grenzpreise zugeteilt werden. Für Rationierungsregeln, die erforderlich werden, wenn eine Preisobergrenze vorgegeben wird und die Zahl der billigst oder zu dieser Preisobergrenze geordneten Aktien die Verkaufsmenge übersteigt oder wenn die Funktion der Nachfrage in Abhängigkeit vom Preis bei der zum Verkauf stehenden Menge senkrecht verläuft, werden keine bestimmten Vorstellungen mit einer Auktion verknüpft. Bezugsrechte werden als nicht vereinbar mit einer Auktion betrachtet. Ein Greenshoe wird ebenfalls nicht als Verfahrenselement betrachtet.

Mit einem (**deutschen**) **Bookbuilding** wird die Vorstellung verknüpft, dass im premarket ohne Vorgabe von Preisgrenzen ausgewählte institutionelle Anleger um unverbindliche Bekanntgabe ihrer Kaufbereitschaft in Form von Preis-Mengen-Relationen gebeten werden. Zu Beginn der Zeichnungsfrist werden eine Preisspanne mit einer Breite von 10-20% der Spannenmitte und eine maximale Verkaufsmenge bekannt gegeben. Beide Vorgaben kann der Verkäufer während der Zeichnungsfrist revidieren. Verbindliche Kaufangebote (innerhalb der Preisspanne) werden in einem zentralen geschlossenen Orderbuch gesammelt – daher die Bezeichnung Bookbuilding, die allerdings auch auf Auktionen zutreffen würde. Am Ende der Zeichnungsfrist werden Platzierungspreis und -menge sowie Allokation zentral festgelegt, wobei u.a. persönliche Merkmale der Bieter Berücksichtigung finden sollen. Bezugsrechte werden als unvereinbar mit einem Bookbuilding angesehen. Darüber hinaus wird mit diesem Verfahren die Vorstellung verknüpft, dass bei alten Aktien eine Übernahmezusage in Höhe des Platzierungspreises erst nach Ende der Zeichnungsfrist und Festlegung des Platzierungspreises und bei jungen Aktien zwar zu einem früheren Zeitpunkt, aber nur in Höhe des Nennwertes erfolgt und dass ein Greenshoe vereinbart wird.

Obwohl immer wieder hervorgehoben wird, dass diese Verfahrensgestaltung eines Bookbuilding aus der **US-Praxis** übernommen wurde, wird dort tatsächlich kein Verfahren mit mit exakt dieser Ausgestaltung praktiziert. Während in Deutschland nämlich nach Bekanntgabe einer Preisspanne die Zeichnungsfrist beginnt, in deren Verlauf verbindliche Kaufangebote gesammelt werden und an deren Ende erst ein Platzierungspreis numerisch fixiert wird, erfolgt in den USA die Sammlung verbindlicher Kaufangebote schon auf Grund rechtlicher Vorgaben immer erst nach Fixierung des Platzierungspreises. Zwar wird auch in den USA im vorläufigen Prospekt eine Preisspanne angegeben. Diese Preisspanne wird aber zu Beginn

des premarket bekannt gegeben und hat rein indikativen Charakter. Auf Basis dieser Spanne erfragt der Verkäufer im premarket bei bestimmten Anlegern lediglich rechtlich unverbindliches, indikatives Kaufinteresse. Nach Genehmigung des Prospektes wird der Platzierungspreis festgelegt und erst dann beginnt die Zeichnungsfrist, zu deren Beginn der Verkäufer u.a. die bereits zuvor kontaktierten Interessenten zur Umwandlung ihrer rechtlich unverbindlichen Indikationen in rechtlich verbindliche Kauforders auffordert. Dabei bleiben die Indikationen ohne Bestätigung rechtlich unverbindlich und können sogar rechtlich verbindliche Bestätigungen bis zu fünf Tage nach einem Closing von Anlegern noch immer widerrufen werden. Allerdings erlangen Indikationen und Bestätigungen eine ökonomische Verbindlichkeit dadurch, dass Interessenten die Möglichkeit zur Teilnahme an zukünftigen Platzierungen nur bei Bestätigung ihrer Indikationen und Verzicht auf Widerruf erhalten.

Der Unterschied zwischen dem amerikanischen Vorbild, das dort übrigens nicht als Bookbuilding, sondern nach der damit regelmäßig verbundenen Übernahmezusage eines Finanzintermediärs als *firm commitment* bezeichnet wird, und deutschem Bookbuilding ist damit vordergründig lediglich formaler Natur: Die Verbindlichkeit von vor der endgültigen Preisfestlegung erteilten Orders wird in den USA durch Marktmechanismen und in Deutschland durch Rechtsnormen sichergestellt. Dieser Unterschied hat aber – oft übersehene – Konsequenzen für die Beurteilung anderer Verfahrensmerkmale. Damit nämlich im premarket geäußertes Kaufinteresse ökonomisch verbindlich ist, müssen zum einen Käufer Interesse an Folgeplatzierungen haben und zum anderen Verkäufer die Aussicht auf Folgeplatzierungen bieten können, sich auf beiden Seiten des premarket also regelmäßige Platzierungsteilnehmer gegenüberstehen. Diese Bedingung erklärt, warum die (regelmäßig) am premarket teilnehmenden Anleger in den USA auch als *regulars* bezeichnet werden. Außerdem legt sie es nahe, es im Kontext einer amerikanischen Platzierung anderes als im Kontext eines deutschen Bookbuilding zu beurteilen, wenn Verkäufer für Platzierungen regelmäßig am Platzierungsmarkt tätige Intermediäre engagieren, wenn regelmäßig an Platzierungen teilnehmende institutionelle Anleger bei Zuteilungsentscheidungen eine Sonderbehandlung erfahren, wenn Intermediäre im Zeitpunkt der endgültigen Preisfestlegung eine Übernahmezusage geben oder wenn angekündigte Preisspannen revidiert werden.

Bis 1994 wurde für Aktienplatzierungen in Deutschland fast ausschließlich das Festpreisverfahren eingesetzt. Das Bookbuilding kam in Deutschland erstmals 1994 zum Einsatz. Bei IPOs hat es seither das Festpreisverfahren fast vollständig verdrängt. Das trifft auch auf Umplatzierungen mit bereits vorhandener Börsenbewertung zu. Beim Verkauf junger Aktien mit vorhandener Börsenbewertung dominiert demgegenüber weiterhin das Festpreisverfahren und bleibt das Bookbuilding auf gelegentliche Einsätze beschränkt. Auktionen werden demgegenüber

in Deutschland nur äußerst selten praktiziert,¹⁾ werden aber immer wieder als Verfahrensalternative zur Diskussion gestellt.

1 In jüngerer Vergangenheit wurde ein Auktionsverfahren für Aktienplatzierungen in Deutschland erstmals von der TRIUS AG im Jahr 2000 angewendet. In der Schweiz wurden Auktionen bereits 1986 von der LEM HOLDING AG und 1987 von der CALIDA-HOLDING AG angewendet. Regelmäßige Anwendung findet bereits seit etlichen Jahren eine besondere Form von Auktionen bei Aktienplatzierungen in Frankreich. Vgl. HUSSON/JACQUILLAT (1989).

4 Gestaltungsentscheidungen

4.1 Beurteilungskriterien

Maßstab für Entscheidungen des Verkäufers über die Gestaltung des Platzierungsverfahrens muss sein, in welchem Ausmaß seine mit der Platzierung verfolgten Ziele erreicht werden. Speziell für IPOs existieren zwar diverse empirische Erhebungen von Platzierungsmotiven. Dabei werden aber überwiegend Zielvorstellungen genannt, die durch das Going Public an sich realisiert werden, deren Zielerreichungsgrad aber unabhängig vom gewählten Platzierungsverfahren ist. Zielvorstellungen, nach denen die Vorteilhaftigkeit alternativer Platzierungsverfahren beurteilt werden kann, lassen sich diesen Erhebungen¹⁾ nur sehr eingeschränkt entnehmen. Als Ziele eines Verkäufers, deren Realisierungsgrad von der Gestaltung des Platzierungsverfahrens abhängen kann, werden in der Literatur u.a. die folgenden diskutiert:

a) Erlösmaximierung

Es wird unterstellt, dass Verkäufer bei gegebener Verkaufsmenge *ceteris paribus* höhere Verkaufserlöse präferieren. Die Zielvorstellung wird häufig als Minimierung des Underpricing formuliert.²⁾ Dieser Zielformulierung liegt die Beobachtung zu Grunde, dass Platzierungen im Durchschnitt mit einem Underpricing erfolgen.³⁾ Dabei wird zumeist von Underpricing (Overpricing) gesprochen, wenn der erste nach der Platzierung festgestellte Börsenkurs oberhalb (unterhalb) des Platzierungspreises liegt. Ist der Börsenkurs unabhängig vom Platzierungsverfahren, so sind die Zielsetzungen „Maximierung der Erlöse“ und „Minimierung des Underpricing“ bzw. „Maximierung des Overpricing“ äquivalent.

Für Planungsüberlegungen ist diese auf ein empirisch beobachtbares *ex post* Underpricing bezogene Zielsetzung allerdings unbrauchbar, da der Börsenkurs im Planungszeitpunkt noch unsicher ist. Für Planungsüberlegungen wird dementsprechend als Zielsetzung die Minimierung eines *ex ante* Underpricing unterstellt und das *ex ante* Underpricing dazu als Abweichung zwischen dem Platzierungspreis und dem Erwartungswert des ersten Börsenkurses gemessen. Diese Trennung von *ex post* und *ex ante* Underpricing ist deshalb gravierend, weil im Einzelfall durchaus ein *ex ante* Underpricing mit einem *ex post* Overpricing und umgekehrt ein-

1 Vgl. z.B. RÖELL (1996), BEHR/LASCHKE (1998).

2 Von dieser Zielvorstellung gehen z.B. alle bekannten Modelle aus, die das Underpricing-Phänomen durch zwischen den Anlegern asymmetrisch verteilte Informationen theoretisch zu erklären versuchen. Vgl. z.B. ROCK (1986), BENVENISTE/SPINDT (1989), WELCH (1992).

3 Eine Übersicht über empirische Befunde des Underpricing und theoretische Ansätze zu dessen Erklärung geben z.B. IBBOTSON/RITTER (1995), JENKINSON/LJUNGQVIST (1996).

hergehen kann. Ex post und ex ante Underpricing stimmen nur im Durchschnitt, bei entsprechend großer Grundgesamtheit und bei zutreffender Vorstellung von der Wahrscheinlichkeitsverteilung zukünftiger Börsenkurse überein.¹⁾

b) „Positive“ Kursentwicklung

Es wird unterstellt, dass Verkäufer bestimmte Kursentwicklungen der Aktien präferieren. Die genauen Merkmale einer präferierten „positiven“ Kursentwicklung bleiben bei Nennungen dieser Zielvorstellung oft unklar. Im Wesentlichen wird aber wohl angestrebt, dass sich im Börsenhandel Kurse einstellen, die oberhalb des Platzierungspreises bzw. des um die allgemeine Marktentwicklung adjustierten Platzierungspreises liegen.

Begründet wird diese Zielvorstellung zumeist mit einem Vermögensmaximierungsinteresse des Verkäufers. Dazu wird u.a. argumentiert, dass der Verkäufer durch Erlösverzicht in einer ersten Platzierung eine „positive“ Kursentwicklung erzeugen könne und so seine Erlösaussichten in zukünftigen Platzierungen positiv beeinflussen und den über mehrere Platzierungen aggregierten Platzierungserlös maximieren könne. Zur theoretischen Fundierung dieses Zusammenhangs wurden diverse Signalmodelle entwickelt, die allerdings auf rigiden Prämissen beruhen und letztlich nicht ganz zu überzeugen vermögen.²⁾ Von Praktikern wird die Existenz dieses Zusammenhangs trotzdem nahezu einhellig unterstellt.

c) „Vorteilhafte“ Allokation

Es wird unterstellt, dass bei gegebenem Platzierungspreis und gegebener Platzierungsmenge bestimmte Allokationen der Aktien präferiert werden. Dabei werden vorteilhafte Allokationen im Detail unterschiedlich definiert. Teilweise wird es als vorteilhaft angesehen, Aktien in kleinen Portionen auf möglichst viele Aktionäre zu verteilen (**breite Streuung**), damit etwa verkaufende Altaktionäre trotz Aktienverkauf – sei es als Aktionär oder sei es als Manager – ihre Verfügungsgewalt über das Unternehmen erhalten können.³⁾ Teilweise wird es als vorteilhaft angesehen, Aktien an Anleger zu verkaufen, von denen ein längeres Halten der Aktien erwartet wird (**dauerhafte Platzierung**), z.B. damit eine breite Streuung der Aktien konserviert wird oder damit der Verkaufsdruck im Börsenhandel reduziert wird und sich eine positive Kursentwicklung einstellt.

1 Zur Trennung von ex ante und ex post Underpricing vgl. NEUS (1995), S. 187-189.

2 Vgl. z.B. die Modelle von GRINBLATT/HWANG (1989), dazu einordnend NEUS (1995), S. 164-174, und ALLEN/FAULHABER (1989).

3 Eine entsprechende Modellierung, die die Autoren durch empirische Tests bestätigt sehen, entwickeln z.B. BRENNAN/FRANKS (1997).

Schon zwischen diesen drei Zielsetzungen können Konflikte auftreten. Z.B. können positive Kursentwicklung und vorteilhafte Allokation tendenziell umso besser realisiert werden, je niedriger der Platzierungspreis festgelegt wird, je mehr also gleichzeitig das Ziel der Erlösmaximierung in der betrachteten Platzierung verfehlt wird. Für Entscheidungen über das Platzierungsverfahren wird damit eine Zielgewichtung erforderlich. Dazu wird im weiteren unterstellt, dass Verkäufer als Hauptziel die Maximierung des Erlöses bei gegebener Aktienmenge in dieser betrachteten Platzierung verfolgen. Diese Zielsetzung dürfte für viele Platzierungssituationen – soweit nicht die Gesellschaft Verkäufer ist und Altaktionären Bezugsrechte eingeräumt werden – herausragende Bedeutung haben.

4.2 Ausgewählte Gestaltungsentscheidungen

4.2.1 Wahl des Preissetzungsverfahrens

Zur Wahl zwischen Festpreisverfahren, Bookbuilding und Auktion wird verschiedentlich die Ansicht vertreten, dass auf Grund der zur Anwendung kommenden Preisregeln Auktionen am besten zur Minimierung des Underpricing geeignet seien und auch das Bookbuilding noch ein kleineres Underpricing als das Festpreisverfahren erlaube. Diese Sichtweise wird vor allem damit begründet, dass die Verfahren in unterschiedlichem Maße die effektive Zahlungsbereitschaft der Anleger bei der Preisfestlegung berücksichtigen und der Platzierungspreis daher unterschiedlich gut an den späteren Börsenkurs angenähert werden kann.

Diese Sichtweise wird u.a. als Argument für den Mitte der 1990er Jahre bei IPOs in Deutschland vollzogenen Übergang vom Festpreisverfahren zum Bookbuilding angeführt. Ein Übergang zu Auktionen, die nach dieser Sichtweise noch vorteilhafter sein müssten, wird mit nebulösen Hinweisen auf Akzeptanzprobleme und Schwierigkeiten der Anleger bei der Ermittlung von Grenzpreisen abgelehnt. Die behauptete Rangfolge der drei Platzierungsverfahren hält einer kritischen Betrachtung allerdings kaum stand.

Bei **vordergründiger Betrachtung** mag diese Rangfolge zunächst noch nachvollziehbar erscheinen, wenn man davon ausgeht, dass die Preis-Nachfrage-Funktion exogen gegeben ist und bei der Preisfestlegung wie folgt (vgl. Abb. 8) vorgegangen wird:

- Abstrahiert man von Preisdifferenzierung und Preisgrenzen, so kann bei Auktionen nach Erhebung der Nachfrage der Platzierungspreis P in Höhe des Gleichgewichtspreises P^* festgelegt werden.

- Bei einem deutschen Bookbuilding mit vorgegebener Preisobergrenze P^o und vorgegebener Preisuntergrenze P^u kann P günstigstenfalls ebenfalls in Höhe von P^* festgelegt werden. Das setzt allerdings erstens voraus, dass P^* in die vorgegebene Preisspanne fällt. Ansonsten können nicht alle Aktien verkauft werden (P^* ist kleiner als P^u) oder kann nur ein geringerer Preis erzielt werden (P^* ist größer als P^o). Das setzt zweitens voraus, dass die Allokation ohne Berücksichtigung von Käufermerkmalen erfolgt. Deren Berücksichtigung erfordert einen Allokationsspielraum. Dazu muss der Platzierungspreis unterhalb von P^* festgelegt werden – selbst wenn P^* in die Preisspanne fällt.
- Bei einem Festpreisverfahren kann P^* ausschließlich realisiert werden, wenn P bereits vor Erhebung der Nachfrage in Höhe von P^* festgelegt wird. Wird P oberhalb von P^* festgelegt, können nicht alle Aktien verkauft werden. Wird P unterhalb von P^* festgelegt, kann nur ein geringerer Platzierungspreis als bei einer Auktion realisiert werden. Auch im Vergleich zum Bookbuilding können – soweit der Platzierungspreis im Bookbuilding ausschließlich nach der Zielsetzung der Erlösmaximierung festgelegt wird – nur gleich gute oder schlechtere Platzierungsergebnisse erzielt werden.

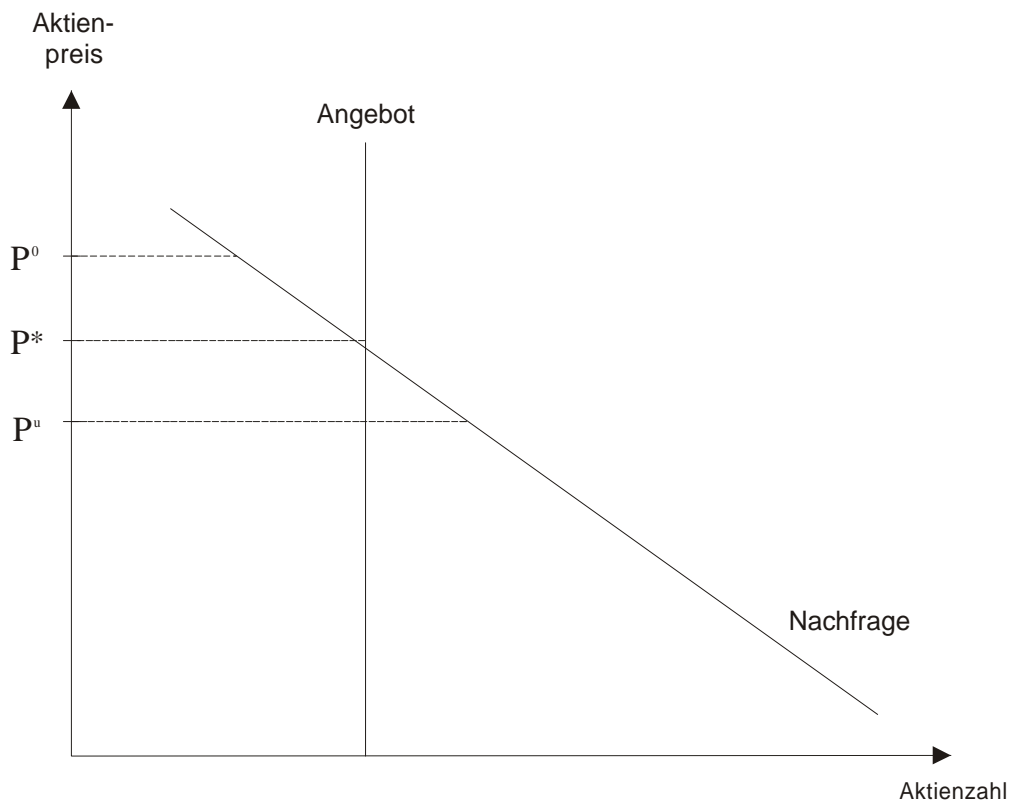


Abb. 8: Preisfestlegung bei exogener Nachfrage

Bei **tieferegender Betrachtung** erweist sich diese Rangfolge der Platzierungsverfahren allerdings als nicht haltbar, da sie Rückwirkungen der Verfahrenswahl auf die Nachfrage der Anleger vernachlässigt. Berücksichtigt man z.B. eine asymmetrische Informationsverteilung innerhalb der Anlegerschaft, so sind Anleger bei der Ordererteilung dem Risiko des winners curse (vgl. Abschnitt 3.2.5) ausgesetzt und kann dessen Ausmaß und die Höhe des deswegen von ihrem individuellen Grenzpreis vorzunehmenden Abschlags von der Verfahrensgestaltung abhängen. Will man solche Rückwirkungen der Verfahrenswahl auf die Nachfrage der Anleger in die Beurteilung einbeziehen, werden anspruchsvollere Überlegungen erforderlich, die zusätzliche Annahmen, insbesondere Annahmen über die Verteilung bewertungsrelevanter Informationen auf verschiedene Anleger und den Verkäufer, erfordern.

Relativ augenfällig ist dabei noch der Vergleich von **Festpreisverfahren** und **Auktion**. Werden beide Verfahren mit geschlossenen Orderbüchern durchgeführt, so verfügen Anleger bei Ordererteilung bei beiden Verfahren jeweils nur über ihre privaten Informationen und nicht über die Informationen anderer Anleger. Unterstellt man zusätzlich, dass auch der Verkäufer über keine Informationen verfügt, die er nur über die Vorgabe eines Festpreises übermitteln kann, so verfügen Anleger bei Auktion und Festpreisverfahren im Moment der Ordererteilung über exakt dieselben Informationen und werden unter Berücksichtigung ihres winners-curse-Risikos auch identische individuelle Grenzpreise bestimmen.

Nimmt man nun auch noch an, dass der Verkäufer gerade über dieselben Informationen verfügt wie der (Grenz)Anleger mit dem niedrigsten individuellen Grenzpreis, dessen Order er gerade noch zum vollständigen Absatz aller Aktien benötigt, so wird der Verkäufer im Festpreisverfahren vorab denselben Preis festlegen, der sich ceteris paribus auch bei einer Meistbietungsauktion einstellen würde. Genau so eine Annahme über die Informationsverteilung liegt dem Modell von ROCK (1986) zu Grunde, das sich als Standardmodell zur Erklärung eines Underpricing bei Anwendung eines Festpreisverfahrens etabliert hat. In einer ROCK-Welt erlauben Festpreisverfahren und Auktion also gerade die Erzielung maximaler Erlöse in identischer Höhe. Dieses Ergebnis kann mit einer Variation der Informationsannahme aber in die eine oder andere Richtung kippen – zum Beispiel, wenn der Verkäufer besser bzw. schlechter als der Grenzanleger informiert ist.¹⁾

Anders und mit Festpreisverfahren und Auktion schwieriger vergleichbar stellt sich die Situation beim **Bookbuilding** dar. Bei diesem Verfahren kann der Verkäufer im premarket private Informationen von Anlegern sammeln, sie bei der Festlegung des Preises (amerikanisches Bookbuilding) bzw. der Preisspanne

1 Zu einer ähnlichen Argumentation vgl. NEUS (1995), S. 212-213.

(deutsches Bookbuilding) berücksichtigen und gewonnene Informationen so anderen Anlegern verfügbar machen. Einerseits kann er im Vergleich zu Festpreisverfahren und Auktion so das winners-curse-Problem der Anleger reduzieren und ihre Zahlungsbereitschaft im Durchschnitt erhöhen. Andererseits erfordert die Gewinnung unverzerrter Anlegerinformationen aber eine Belohnung der Informanten mit positiver Information, die, wenn sie in Form von Zeichnungsgewinnen erfolgt, ein Underpricing der Aktien sowie eine gezielte Zuteilung unterbewerteter Aktien an Informanten erfordert. Ob Bookbuilding höhere Erlöse als Festpreisverfahren und Auktion erlaubt, hängt also davon ab, ob das Underpricing durch die Entschärfung des winners-curse-Problems stärker reduziert werden kann, als es zur Sammlung unverzerrter Informationen ausgeweitet werden muss.

Für spezielle Modellsituationen wurde dazu in der Literatur ein idealtypisches Preissetzungs- und Zuteilungsverfahren für das Bookbuilding in seiner amerikanischen Variante entwickelt, das die Einholung privater Anlegerinformationen im premarket exakt zu deren Grenzwert erlaubt.¹⁾ Unter dieser Bedingung ist das Bookbuilding sowohl dem Festpreisverfahren als auch Auktionen überlegen. Es führt dann zu kleinerem, schlechtestenfalls zu gleich großem ex ante Underpricing wie Festpreisverfahren und Auktion.²⁾ Es stellt im Sinne der Auktionstheorie dann ein optimales Verfahrensdesign dar.

Bei der Übertragung dieser Modellergebnisse auf praktische Verfahrensentscheidungen ist allerdings Vorsicht geboten, da sie von rigiden Annahmen abhängen. Problematisch erscheint insbesondere, ob der modellierte idealtypische Preissetzungs- und Allokationsmechanismus bei praktischen Einsätzen des Bookbuilding angewendet werden kann und angewendet wird. Mit dem modellierten Mechanismus, den nicht nur der Verkäufer anwenden muss, sondern von dessen Anwendung auch die Anleger ausgehen müssen, steht und fällt die modellmäßig deduzierte Überlegenheit des Bookbuilding hinsichtlich der Preisfestlegung.³⁾ Welches Verfahren hinsichtlich der Preissetzungsregel in realen Situationen zu präferieren

1 Vgl. BENVENISTE/SPINDT (1989) und zu einer eher beispielhaften Verdeutlichung des Grundgedankens BENVENISTE/WILHELM (1997).

2 Vgl. BENVENISTE/WILHELM (1990), BENVENISTE/BUSABA (1997) und SPATT/SRIVASTAVA (1991). Trotz eines kleineren ex ante Underpricing kann Bookbuilding aber auch in der modellierten idealtypischen Variante im Einzelfall zu höherem ex post Underpricing als Festpreisverfahren oder Auktion führen.

3 Verschiedene empirische Untersuchungen setzen auf der Ebene des Preissetzungs- und Allokationsmechanismus an und finden Ähnlichkeiten zwischen dem modellierten Mechanismus und realen Vorgehensweisen. Vgl. z.B. HANLEY (1993), HANLEY/WILHELM (1995), CORNELLI/GOLDREICH (2001). Daneben existiert eine empirische Untersuchung, die das bei Bookbuilding und Festpreisverfahren realisierte Underpricing vergleicht. Diese Untersuchung von KASERER/KEMPF (1995) basiert auf einer extrem kleinen Grundgesamtheit und liefert schon deshalb kaum aussagekräftige Ergebnisse.

ist, kann daher nur mit Vorbehalt zu Gunsten des Bookbuilding beantwortet werden.

4.2.2 Gleiche oder ungleiche Zuteilung

In Hinblick auf die Allokationsentscheidung ist von besonderem Interesse, welche rechtlichen Vorgaben zu beachten sind und welcher Zusammenhang zwischen der Allokation und der Höhe der Platzierungserlöse besteht.

a) Rechtliche Vorgaben für Allokationsregeln

Tritt eine **Gesellschaft als Verkäufer** auf, hat sie im Verhältnis zu ihren Aktionären vor allem zwei gesellschaftsrechtliche Vorgaben zu beachten. Die strenge Vorgabe eines Bezugsrechts der Altaktionäre nach § 186 AktG ist zu beachten, wenn eigene junge Aktien verkauft werden. Sie kann bei entsprechender Regelung im Ausgliederungsbeschluss auch zu beachten sein, wenn Aktien einer Tochtergesellschaft verkauft werden (vgl. Abschnitt 3.2.3). Darüberhinaus müssen Gesellschaften generell, also auch wenn Aktionäre erst gar kein Bezugsrecht haben oder ihr Bezugsrecht ausgeschlossen wurde, insoweit wie Aktien an Altaktionäre verkauft werden, den Gleichbehandlungsgrundsatz nach § 53a AktG beachten.

Tritt ein **Aktionär als Verkäufer** auf oder verkauft eine Gesellschaft Aktien, für die kein Bezugsrecht der Aktionäre besteht und die nicht an Altaktionäre verkauft werden sollen, so sind gesellschaftsrechtliche Vorgaben nicht zu beachten. Die Allokation kann im Sinne der Vertragsfreiheit grundsätzlich beliebig gestaltet werden. Diese Freiheit der Allokationsgestaltung wird allerdings teilweise bestritten bzw. kritisiert und ist Gegenstand regulatorischer Maßnahmen.

Hintergrund solcher **regulatorischen Maßnahmen** ist das empirisch beobachtbare Underpricing-Phänomen. Wenn Aktien im Durchschnitt zu Preisen unterhalb späterer Börsenkurse platziert werden, kommt die Zuteilungsentscheidung einer Vermögensverteilung gleich und reklamieren Anleger naturgemäß möglichst große Zuteilungsquoten für sich selbst. Dass dieses Interesse öffentlich vor allem von Vertretern der Aktionärsvereinigungen, vor allem nach Börsenphasen mit großen Platzierungszahlen und großem Underpricing und nicht als plumpe Forderung nach einem möglichst großen eigenen Stück vom Kuchen formuliert wird, sondern als Forderung nach nicht genauer spezifizierter Zuteilungsgerechtigkeit, ist weder erstaunlich noch für sich allein von Belang für die Allokationsentscheidungen des Aktienverkäufers. Die Forderungen nach Zuteilungsgerechtigkeit werden von marktregulierenden Stellen aber teilweise als Indiz für Gefährdungen des Anlegervertrauens und daher als Gefahr für das Funktionieren des Kapitalmarktes gewertet und zum Anlass für kapitalmarktrechtliche Aktivitäten genommen:

Das **Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BAWe)** hat die in § 31 WpHG geregelte Wohlverhaltenspflicht von Intermediären gemäß seiner Kompetenzen aus § 35 WpHG durch eine **Richtlinie vom 3. Juni 1997** konkretisiert. Darin wird unter Punkt 4 bzw. 4.4 vorgegeben:

„Das Wertpapierdienstleistungsunternehmen darf einzelne Kunden bei der Ausführung von Aufträgen unbeschadet der folgenden Regelungen nicht ohne sachlichen Grund zu Lasten anderer Kunden bevorzugen.“

„Bietet ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen Privatkunden den Erwerb von Wertpapieren durch Zeichnung an, so hat es diese über das Zuteilungsverfahren bei Kunden, insbesondere über die Zuteilung bei Überzeichnung zu informieren.“

Die Geschäftsleitung bzw. die von ihr benannte Stelle entscheidet über die Art und Weise der Zuteilung an Mitarbeiter oder Dritte, für deren Rechnung der Mitarbeiter handelt. Das Wertpapierdienstleistungsunternehmen hat Vorkehrungen zu treffen, dass seine Mitarbeiter nicht günstiger gestellt werden als die Kunden des Wertpapierdienstleistungsunternehmens.“

Diese Vorgaben sind rechtlich verbindlich, verpflichten aber ausschließlich Finanzintermediäre, eigene Allokationsspielräume nicht zu Lasten der Kunden insgesamt oder einzelner Kunden auszunutzen. Die Allokationsfreiheit originärer Aktienverkäufer wird durch die Richtlinie nicht beschränkt.

Daneben hat die **Börsensachverständigenkommission** beim Bundesministerium der Finanzen (BSK) am 1. Juli 2000 in Kraft getretene „**Grundsätze für die Zuteilung von Aktienemissionen an Privatanleger**“ beschlossen. Dort heißt es in Artikel 12:

„Die Zuteilung an Privatanleger im Falle der Überzeichnung hat einem der nachfolgend aufgeführten Verfahren bzw. einer Kombination hieraus zu entsprechen. Da es kein Recht auf Zuteilung gibt, sind die Konsortialmitglieder frei in ihrer Entscheidung, welches dieser Verfahren sie anwenden, es sei denn im Konsortialvertrag oder durch den Konsortialführer und den Emittenten wird etwas anderes bestimmt.“

Im Anschluss an ein Preisfindungsverfahren wie dem Bookbuilding-Verfahren kommt eines der nachfolgend aufgeführten Zuteilungsverfahren bzw. eine Kombination hieraus in Betracht: Losverfahren, Zuteilung nach Ordergröße, Zuteilung anhand einer bestimmten Quote, Zuteilung nach dem Zeitpunkt des Eingangs des Kaufangebots, Auswahl nach anderen sachgerechten Kriterien.“

Entgegen dem Wortlaut von Artikel 12 richtet sich diese Vorgabe nicht nur an Intermediäre, sondern auch an originäre Aktienverkäufer. Formal stellen die BSK-Grundsätze zwar nur Verhaltensempfehlungen dar, die unmittelbar keine rechtliche Verbindlichkeit haben. Allerdings hat das BAWe angekündigt, die Grundsätze als Konkretisierung der Wohlverhaltenspflicht von Intermediären gemäß § 31 WpHG zu betrachten und deren Einhaltung zu überprüfen. Für Intermediäre erlangen die BSK-Grundsätze dadurch im Endeffekt doch rechtliche Verbindlichkeit. Für Verkäufer soll die Einhaltung der BSK-Grundsätze durch die Zulassungsstellen der Wertpapierbörsen überprüft werden. Ob die Grundsätze für originäre Verkäufer dadurch eine vergleichbare formelle Verbindlichkeit wie für Intermediäre erlangen, muss hier offen bleiben.

Materiell bedeuten die BSK-Grundsätze allerdings für keine der beiden Adressatengruppen eine wesentliche Beschränkung der Allokationsfreiheit. Zum einen beziehen sie sich nur auf die Zuteilung an Privatanleger und weder auf die Allokation zwischen institutionellen und privaten Anlegern noch auf die Allokation innerhalb der institutionellen Anleger. Zum anderen wird zwar das Spektrum zulässiger Allokationsregeln durch abschließende Aufzählung formell beschränkt. Zum Alternativenkatalog gehört aber auch die Möglichkeit, nach „anderen sachgerechten Kriterien“ zuzuteilen, die sehr viel Interpretationsspielraum belässt.

Etwas verkürzt liefern die regulatorischen Maßnahmen damit folgendes aus Verkäufersicht günstige Bild: Eigene Allokationsfreiheiten bleiben nahezu unbeschränkt. Freiheiten der Intermediäre können hingegen nicht nur durch vertragliche Vorgaben beliebig beschränkt werden, sondern sind selbst ohne vertragliche Vorgaben mindestens durch die Richtlinie des BAWe beschränkt. Diese Bindung der Intermediäre liegt im Interesse der Verkäufer. Wenn nämlich Intermediäre weniger Spielräume bei der Verteilung von Vermögen haben, können sie dessen Verteilung schlechter zur Verfolgung eigener Zielsetzungen einsetzen. Somit reduziert sich ihr Interesse an einer möglichst großen zu verteilenden Vermögensmasse. Intermediäre verlieren – zumindest teilweise – Anreize, zum Nachteil des Verkäufers möglichst niedrige Platzierungspreise durchzusetzen.

b) Allokation und Platzierungserlöse

Wie aber sollen Verkäufer ihre Allokationsfreiheit ausfüllen? Diese Frage wird häufig darauf verkürzt, ob **gleiche oder ungleiche Zuteilung** für Verkäufer vorteilhaft ist. In verbalen Argumentationen bleibt meist unklar, welche Zuteilungen dabei als gleich bzw. ungleich betrachtet werden. In formalisierten Argumentationen wird meist unterstellt, dass Zuteilungen quotal erfolgen und gleiche Zuteilung genau dann vorliegt, wenn alle auf Grund angegebener Preislimits berücksichtigungsfähigen Kaufangebote mit derselben Quote zugeteilt werden. Von dieser Vorstellung soll auch hier ausgegangen werden. Außerdem wird

- davon ausgegangen, dass Allokationsregeln vor Beginn der Zeichnungsfrist vom Verkäufer festgelegt und Anlegern auch mitgeteilt werden,
- dass winners curse der Anleger den einzigen Grund für ein Underpricing darstellt, und es werden
- nur Anlegerreaktionen berücksichtigt, die sie rational aus einem Vermögensmaximierungskalkül ableiten. Reaktionen anderer Art, z.B. Reaktionen weil Allokationsregeln gegen ihr Gerechtigkeitsgefühl verstoßen, mögen praktische Bedeutung haben, bleiben hier aber unberücksichtigt.

Eine generelle Aussage über die Vorteilhaftigkeit gleicher oder ungleicher Zuteilung lässt sich trotz dieser Annahmen nicht treffen. Die Vorteilhaftigkeit kann u.a. noch von der angewendeten Preisregel, sonstigen Rahmenumständen und vor allem davon abhängen, in welcher Weise genau ungleich zugeteilt werden soll. Divergierende Aspekte dieser Entscheidung lassen sich anhand einiger modellgestützter Überlegungen verdeutlichen.

Bei Anwendung des **Bookbuilding** erfordert die Reduzierung des winners curse eine Belohnung der Anleger, die im premarket positive Informationen über die Aktien preisgeben. Damit die Bekanntgabe positiver Informationen belohnt werden kann, müssen gleichzeitig zwei Bedingungen erfüllt sein. Aktien müssen im Durchschnitt mit einem ex ante Underpricing platziert werden und Anleger, die positive Informationen preisgeben, müssen höhere Zuteilungsquoten als ohne Informationspreisgabe erhalten. Bei gleicher Zuteilung offenbaren Anleger im premarket keine Informationen und ergibt sich ein geringerer Platzierungspreis als bei ungleicher Zuteilung, die dem in der Literatur modellierten idealen Allokationsmechanismus entspricht. Dann verfügt der Verkäufer im Moment der Preisfestlegung nämlich über denselben Informationsstand wie beim Festpreisverfahren.¹⁾

Werden im Bookbuilding ungleiche Zuteilungen praktiziert, die weder der Informationsgewinnung dienen, noch das winners-curse-Risiko der Anleger auf andere Weise entschärfen, so fällt das Underpricing nicht nur höher als beim optimalen Allokationsmechanismus im Bookbuilding aus, sondern dann kann das Underpricing auch höher als beim Festpreisverfahren mit gleicher Zuteilung ausfallen – nämlich dann, wenn die Zuteilungsspielräume durch Preisabschläge im Vergleich zur Situation ohne premarket erkaufte werden müssen. Die verschiedentlich als Vorteil des Bookbuilding propagierte Möglichkeit, mit der Allokation der Aktien

1 Vgl. Benveniste/Wilhelm (1990).

eine geplante Aktionärsstruktur zu realisieren,¹⁾ kann dann nur zu Lasten der Platzierungserlöse genutzt werden.

Im Übrigen kann das Underpricing, unabhängig von der Preisregel, im Vergleich zur Situation mit gleicher Zuteilung auch dadurch reduziert werden, dass bestimmte Anleger (Stammkunden) bei jeder Platzierung grundsätzlich höhere Zuteilungen erhalten und sich im Gegenzug verpflichten, an jeder Platzierung unabhängig von ihrer eigenen Bewertung der Aktie teilzunehmen. Die Verpflichtung kann etwa in der Weise realisiert werden, dass Intermediäre ihren Kunden androhen, sie von der Liste der Stammkunden zu streichen, wenn sie an einzelnen Platzierungen nicht teilnehmen. Gäbe es etwa in der Welt des ROCK-Modells solche Stammkunden, deren Zeichnungsvolumen insgesamt zur Platzierung aller Aktien ausreicht und denen alle Aktien zugeteilt werden, so ließe sich das ex ante Underpricing (nahezu) vollständig vermeiden. Ein winners curse würde für diese Anleger nicht bestehen, da ihre Zuteilungsquote unabhängig davon ist, ob Aktien „zu billig“ oder „zu teuer“ verkauft werden. Die oftmals kritisierte Vorzugsbehandlung von Stammkunden der Intermediäre kann also durchaus im Interesse der Verkäufer liegen; soweit sie gezielt zur Reduzierung des Underpricing eingesetzt wird. Dies setzt allerdings voraus, dass Intermediäre ihr Drohpotenzial gegenüber Stammkunden zur Durchsetzung höherer Platzierungspreise einsetzen und nicht etwa zur Abschöpfung von Zeichnungsgewinnen in die eigene Tasche, und es findet seine Grenzen dort, wo für Anleger die Eigenschaft eines Stammkunden aggregiert über die gerade anstehende und alle zukünftigen Platzierungen eines Intermediärs keine Vorteile mehr bietet. Zur Reduktion des Underpricing kann diese Variante diskriminierender Zuteilung aus theoretischer Sicht noch besser geeignet sein als die an Informationsgewinnung orientierte Diskriminierung, wie sie für das Bookbuilding vorgeschlagen wird.²⁾

Während vorstehend zwei Konstellationen skizziert werden, in denen ungleiche Zuteilung vorteilhaft für den Verkäufer ist, kommt THEISSEN zu einer negativen Beurteilung ungleicher Zuteilung aus Verkäufersicht.³⁾ Er modifiziert das ROCK-Modell dahingehend, dass die Gruppe der schlecht informierten Anleger in zwei Teilgruppen zerfällt, von denen eine Teilgruppe – z.B. wegen hierarchischer Strukturen des Platzierungskonsortiums – bei „guten“ Platzierungen systematisch

1 Vgl. z.B. VOIGT (1995), S. 341.

2 Auch BENVENISTE/SPINDT (1989) schlagen vor, das beim Bookbuilding und Anwendung ihres Allokationsmechanismus erforderliche Underpricing durch bevorzugte Behandlung von Stammkunden weiter zu reduzieren. Sie gehen allerdings nicht der Frage nach, inwieweit eine Bevorzugung von Stammkunden auch für sich alleine zur Reduktion des Underpricing geeignet ist und die zur Informationsgewinnung vorgeschlagene diskriminierende Zuteilung obsolet machen kann.

3 Vgl. THEISSEN (2001).

weniger Aktien als bei gleicher Zuteilungsquote für alle schlecht informierten Anleger erhält. Da gleichzeitig die Annahmen des ROCK-Modells in dem Sinne verschärft werden, dass nicht nur die Gruppe der schlecht informierten Anleger insgesamt für einen vollständigen Absatz der Aktien gebraucht wird, sondern sogar diese Teilgruppe schlecht informierter und zudem in der Zuteilung benachteiligter Anleger, verschärft er also im Vergleich zum ROCK-Modell das winners-curse-Risiko des Grenzanlegers. So kommt THEISSEN zu dem schon trivialen Ergebnis, dass dann mit der ungleichen Zuteilung auch das Underpricing steigen muss.

Schon diese rudimentären Überlegungen zeigen, wie stark die Auswirkungen ungleicher Zuteilung neben weiteren Umständen insbesondere von der Wahl der Diskriminierungsmerkmale abhängen. Verkäufer können eine Entscheidung zwischen gleicher und ungleicher Zuteilung nur im Einzelfall treffen. Da diskriminierende Zuteilung aber zumindest in bestimmten Situationen und bei bestimmten Ausgestaltungen einen Beitrag zur Reduktion des Underpricing liefern kann, ist der Gesetzgeber – trotz teilweise auch von wissenschaftlicher Seite in diese Richtung vorgetragener Forderungen – gut beraten, keine zusätzlichen rechtlichen Beschränkungen der Allokationsfreiheit von Aktienverkäufern vorzunehmen.

4.2.3 Vereinbarung eines Greenshoe

Nimmt man publizierte Einschätzungen zum Maßstab, so gehört ein Greenshoe zur seltenen Spezies finanzwirtschaftlicher Instrumente, die keine Nachteile, aber gleich eine ganze Reihe von Vorteilen bieten.

Teilweise wird als Vorteil eines Greenshoe angeführt, dass seine Vereinbarung an sich einen Qualitätsausweis für den Aktienverkäufer darstelle. Dieses Argument wäre entweder durch funktionale Eigenschaften des Greenshoe zu fundieren oder bleibt inhaltsleer. Es bedarf daher keiner eigenständigen Betrachtung.

Teilweise wird argumentiert, ein Greenshoe biete Intermediären die Möglichkeit, Anlegern durch dessen Ausübung positive Signale über die Marktsituation zu übermitteln. Dieses Argument kann in unterschiedlicher Weise konkretisiert werden: Hinsichtlich der bei Optionsausübung vergangenen Kursentwicklung kommt ein Signal in Betracht, dass sie ohne Stützungskäufe zustande gekommen ist, und hinsichtlich der nach Ausübung verbleibenden Optionsfrist kommt ein Signal in Betracht, dass Intermediäre keine Notwendigkeit für Stützungskäufe erwarten. Das Argument bedürfte allerdings in beiden Varianten einer genaueren Untersuchung der Signalkosten und der Bedingungen für Signalgleichgewichte. Es soll hier nicht weiter untersucht werden. Im Zentrum der Diskussion stehen ohnehin zwei andere Argumente, die pro Greenshoe angeführt werden.

a) Greenshoe zur Marktpflege

Ein Greenshoe soll Intermediären die Möglichkeit eröffnen, Mehrzuteilungen vorzunehmen und sich bis zum Volumen der Mehrzuteilungen zu Stützungskäufen bereitzuhalten, ohne damit Kursrisiken eingehen zu müssen. Dieses Argument beruht auf der Vorstellung, dass Intermediäre bei großer Nachfrage am Ende der Zeichnungsfrist neben dem normalen Platzierungsvolumen Aktien im Volumen des Greenshoe zuteilen und dafür eine Short-Position eingehen. Stellt sich – idealtypisch am Ende der Optionsfrist – ein Börsenkurs oberhalb des Platzierungspreises ein, decken die Intermediäre ihre Short-Position durch Ausübung des Greenshoe ein, andernfalls durch kursstützende Käufe im Börsenhandel.

Für Verkäufer werden deshalb mit einem Greenshoe im Detail unterschiedliche Vorteile in Verbindung gebracht: Entweder wären Intermediäre ohne Greenshoe nicht zu Stützungskäufen bereit und soll erst ein Greenshoe solche warum auch immer erwünschten Aktivitäten ermöglichen. Oder Intermediäre wären auch ohne Greenshoe grundsätzlich zu Stützungskäufen bereit, verlangen mit Greenshoe aber geringere oder verzichten ganz auf Provisionen für diese Leistung. In beiden Varianten wird mit diesem Argument stillschweigend unterstellt, dass die Einräumung eines Greenshoe für Verkäufer „kostenlos“ ist.

Um zu erkennen, dass diese Annahme eines aus Verkäufersicht „kostenlosen“ Greenshoe problematisch ist, bedarf es einer geeigneten Vergleichssituation, die eine isolierte Beurteilung nur der Greenshoe-Option erlaubt. Ungeeignet erscheint dazu der Vergleich einer Situation mit Greenshoe und einer Situation, in der auf jeden Fall nur das normale Platzierungsvolumen verkauft wird. Der Vergleich dieser Situationen erfordert aus Verkäufersicht eine Bewertung der Differenzmenge und zudem eine Annahme darüber, wie Anleger auf Mengenunterschiede reagieren. Geeignet erscheint nur eine Vergleichssituation, in der im Verhältnis zu Anlegern identische Transaktionen wie mit Greenshoe durchgeführt werden, nur eben vom Verkäufer selbst und nicht vom Intermediär. Diese Vergleichssituation impliziert, dass der Verkäufer gegebenenfalls selbst über das normale Platzierungsvolumen hinaus Zuteilungen an Anleger vornimmt und gegebenenfalls selbst Marktpflege in Form von Aktienrückkäufen vornimmt. Auf Basis dieser Vergleichssituation ist das Gesamtvermögen von Verkäufern und Intermediären situationsunabhängig und entsprechen die Kosten eines Greenshoe aus Verkäufersicht betragsmäßig den zusätzlichen Nettoerlösen, die Intermediäre wegen der Vereinbarung eines Greenshoe erzielen.

Kostenlos ist ein Greenshoe – abgesehen von Transaktionskosten und zusätzlichen umsatzabhängigen Provisionen – auf Basis dieser Vergleichssituation für Verkäufer, wenn gleichzeitig zwei Bedingungen mit einem Greenshoe verknüpft werden:

- Das Kaufrecht der Intermediäre besteht maximal in dem Umfang, wie sie bereits mit Platzierung des normalen Platzierungsvolumens zusätzliche Aktien zum selben Preis an Anleger verkaufen.
- Das Kaufrecht der Intermediäre besteht maximal in dem Umfang, wie sie während des gesamten, bei Optionsausübung bereits abgelaufenen Teils der Optionsfrist am Sekundärmarkt eine unausgeführte Kauforder für Aktien des Emittenten mit einem Kurslimit mindestens in Höhe des Platzierungspreises erteilt hatten.

Würde ein Greenshoe mit diesen beiden Zusatzbedingungen vereinbart, dann könnten Intermediäre daraus unabhängig von eigenem Verhalten und Kursentwicklung weder Vermögensvorteile ziehen, noch würden sie Vermögensnachteile erleiden. Dann wäre der Greenshoe aus Verkäufersicht kostenneutral. Andernfalls eröffnet ein Greenshoe opportunistisch handelnden Intermediären Möglichkeiten zur Erzielung zusätzlicher Erlöse.

Fehlt die erste Bedingung, dann können sich Intermediäre zunächst auf den Verkauf des normalen Platzierungsvolumens beschränken und die Kursentwicklung abwarten. Übersteigen die Börsenkurse den Platzierungspreis, können sie die Greenshoe-Option ausüben und Aktien mit Gewinn zum Börsenkurs weiterverkaufen. Andernfalls können sie die Option verfallen lassen. Insgesamt verknüpft sich für Intermediäre dann mit dem Greenshoe – abgesehen von möglichen Verwässerungseffekten – dieselbe Vermögensposition wie mit einer identisch ausgestatteten Kaufoption, verursacht die Einräumung des Greenshoe also für Verkäufer Kosten in Höhe des Marktwertes einer solchen Kaufoption.

Fehlt die zweite Bedingung, dann können Intermediäre nach Platzierung auch des Greenshoe-Volumens die Kursentwicklung abwarten. Bei Börsenkursen oberhalb des Platzierungspreises decken sie ihre Shortposition durch Ausübung des Greenshoe, andernfalls durch Rückkäufe im Börsenhandel ein. Sie nehmen dann – wiederum abgesehen von möglichen Verwässerungseffekten – die Position des Inhabers einer Verkaufsoption mit einem Basispreis in Höhe des Platzierungspreises ein. Dann verursacht die Einräumung der Greenshoe-Option für den Verkäufer Kosten in Höhe des Marktwertes einer vergleichbaren Verkaufsoption.

Fehlen beide Bedingungen, dann können Intermediäre entscheiden, ob sie über das normale Platzierungsvolumen hinaus Zuteilungen an Anleger vornehmen, und in dieser Weise zwischen der Position des Inhabers einer Kaufoption und der Position des Inhabers einer Verkaufsoption wählen.

Da Greenshoe-Vereinbarungen faktisch regelmäßig ohne Zusatzbedingungen der skizzierten Art getroffen werden, ist die Vereinbarung eines Greenshoe für Verkäufer in der Regel auch nicht kostenlos. Sie wäre es nur dann, wenn Intermediäre sich auch ohne vertragliche Bindung – etwa aus Reputationserwägungen – streng im Interesse des Verkäufers verhalten würden.

b) Greenshoe und Platzierungserlös

Ein Greenshoe kann theoretisch auf unterschiedlichen Wegen Einfluss auf die Höhe der Platzierungserlöse haben. Ermöglicht erst ein Greenshoe Kursstützungskäufe von Intermediären, so können Anleger wegen der Aussicht auf geringere Kursrisiken im nachfolgenden Börsenhandel höhere Zahlungsbereitschaft zeigen. Solche mittelbaren Konsequenzen sind hier nicht gemeint, wenn von einem Zusammenhang zwischen Greenshoe und Platzierungserlösen die Rede ist. Gemeint sind hier nur direktere Effekte, die sich bereits aus der Möglichkeit ergeben, ein angekündigtes Platzierungsvolumen nach Ablauf der Zeichnungsfrist noch aufzustocken, und nicht erst aus der Möglichkeit, das zunächst erhöhte Volumen durch Aktienrückkäufe später dann doch wieder zu reduzieren.

Wird eine Platzierung im **Festpreisverfahren** durchgeführt und der Greenshoe nur bei hoher Überzeichnung ausgeübt, dann kann durch den Greenshoe das winners-curse-Risiko der Anleger reduziert und ihre Zahlungsbereitschaft erhöht werden. Der Verkäufer kann ein geringeres Underpricing realisieren, was für sich genommen positiv zu beurteilen ist. Allerdings ist dazu erforderlich, dass er zumindest in bestimmten Situationen mehr Aktien als in der Vergleichssituation verkauft. Die Beurteilung des Greenshoe hängt damit davon ab, welchen Referenzpreis der Verkäufer zusätzlich verkauften Aktien zuordnet.

Wird eine Platzierung im **Bookbuilding** durchgeführt, dann kann der Greenshoe durch gezielte Ausübung in bestimmten Situationen ebenfalls zur Reduzierung des Underpricing eingesetzt werden.¹⁾ Allerdings hängt die Beurteilung des Greenshoe auch dabei wiederum vom Referenzpreis des Verkäufers ab.

1 Vgl. BENVENISTE/BUSABA (1997). BENVENISTE/BUSABA zeigen weiter gehend, dass im Bookbuilding für den Greenshoe im Durchschnitt ein höherer Erlös als im Festpreisverfahren erzielt werden kann. Dieses Ergebnis kommt aber nur zu Stande, weil BENVENISTE/BUSABA von einer sehr speziellen Modellierung des Festpreisverfahrens ausgehen. Entsprechend WELCH (1992) unterstellen sie sequenzielle und von allen Anlegern beobachtbare Aktienverkäufe, die eine partielle Informationsaggregation erlauben und daher die Gefahr so genannter „negativer Kaskaden“ bergen. Anders als das winners curse Risiko im ROCK-Modell kann diese Gefahr negativer Kaskaden durch einen Greenshoe aber nicht reduziert werden.

Die Vorteilhaftigkeit eines Greenshoe im Vergleich zur Unterlassensalternative hängt damit sowohl beim Festpreisverfahren als auch beim Bookbuilding mindestens vom Referenzpreis des Verkäufers für zusätzliche Aktien ab. Die in der Literatur zur Abbildung von Platzierungssituationen üblichen Modelle erscheinen für eine Vorteilhaftigkeitsbeurteilung des Greenshoe daher relativ schlecht geeignet. Die Modelle unterstellen nämlich durchgängig Börsenkurse, die alle verfügbaren Informationen widerspiegeln. In diesen Modellen müsste es folglich immer vorteilhaft sein, in einer ersten Platzierung nur relativ wenige Aktien zu verkaufen und zunächst nur für diese wenigen Aktien ein Underpricing wegen asymmetrischer Informationsverteilung hinzunehmen. Weitere Aktien könnten dann in weiteren Platzierungen zum beobachtbaren Börsenkurs verkauft werden. Preisabschläge wären allenfalls noch insoweit erforderlich, wie die Bewertung der Aktien durch Anleger von der Zahl börsengehandelter Aktien abhängt, aber nicht mehr auf Grund von Informationsasymmetrien. Dann wäre aber auch für die im Wege eines Greenshoe zusätzlich zu verkaufenden Aktien im Prinzip von einem Referenzpreis in Höhe des künftigen Börsenpreises auszugehen und dürfte sich ein Greenshoe in aller Regel als unvorteilhaft erweisen.

5 Zusammenfassung

Nach definitorischen Vorüberlegungen in Kapitel 2 wurde in Kapitel 3 anhand ausgewählter Gestaltungsmerkmale und Merkmalsausprägungen im Stile einer Baukastenbeschreibung ein Überblick über theoretische Gestaltungsalternativen für Platzierungsverfahren gegeben. Die drei Platzierungsverfahren Festpreisverfahren, Bookbuilding und Auktion lassen sich entweder als systematische Klassen dieser theoretischen Gestaltungsvielfalt oder als mehr oder weniger starre Kombinationen ganz bestimmter Verfahrensmerkmale interpretieren.

In Kapitel 4 wurden einige mit der Verfahrenswahl verbundene Teilentscheidungen etwas genauer betrachtet. Hinsichtlich der Wahl einer Preisregel wurde festgestellt, dass Auktionen nur bei vordergründiger Betrachtung die höchsten Platzierungserlöse erlauben und diese Eigenschaft unter theoretischen Gesichtspunkten eher dem Bookbuilding zukommt. Diese Rangfolge steht allerdings unter dem Vorbehalt, dass reale Preissetzungs- und Allokationsregeln dem für das Bookbuilding modellierten Ideal angepasst werden (können). Hinsichtlich der Entscheidung zwischen gleicher und ungleicher Zuteilung wurde aufgezeigt, dass die Allokationsfreiheit des Verkäufers trotz regulatorischer Maßnahmen weitgehend unbeschränkt ist und dass die relative Vorteilhaftkeit der Alternativen neben weiteren Rahmenbedingungen vor allem davon abhängt, wie eine ungleiche Zuteilung im Detail ausgestaltet wird. Hinsichtlich der Vereinbarung eines Greenshoe wurde aufgezeigt, dass gängige Einschätzungen, nach denen ein Greenshoe ein kostenloses Instrument zur Marktpflege und zur Steigerung der Platzierungserlöse darstellt, wichtige Aspekte einer Greenshoe-Vereinbarung vernachlässigen. Mit einem Greenshoe können sich zwar in speziellen Situationen diverse Vorteile verknüpfen. Die generelle Vorteilhaftigkeit eines Greenshoe ist aber bislang nicht schlüssig nachgewiesen.

Literaturverzeichnis

- AKERLOF, GEORGE A.: The Market for „Lemons“: Quality Uncertainty and the Market Mechanism; in: Quarterly Journal of Economics, Vol. 84 (1970), S. 488-500.
- ALLEN, FRANKLIN; FAULHABER, GERALD R.: Signalling by Underpricing in the IPO Market; in: Journal of Financial Economics, Vol. 23 (1989), S. 303-323.
- BARON, DAVID P.: The Incentive Problem and the Design of Investment Banking Contracts; in: Journal of Banking and Finance, Vol. 3 (1979), S. 157-175.
- BARRY, CHRISTOPHER B.; MUSCARELLA, CHRIS J.; VETSUYPENS, MICHAEL R.: Underwriter Warrants, Underwriter Compensation, and the Costs of Going Public; in: Journal of Financial Economics, Vol. 29 (1991), S. 113-135.
- BAUMEISTER, ALEXANDER; WERKMEISTER, CLEMENS: Auktionsverfahren für Aktienemissionen; in: Finanz Betrieb, 2001, S. 44-49.
- BEATTY, RANDOLPH P.; RITTER, JAY: Investment Banking, Reputation, and the Underpricing of Initial Public Offerings; in: Journal of Financial Economics, Vol. 15 (1986), S. 213-232.
- BEHR, MARTINA; LASCHKE, ANDREAS: GOING PUBLIC: ein Erfahrungsbericht; in: ZfgK, 1998, S. 561-571.
- BENVENISTE, LAWRENCE M.; BUSABA, WALID Y.: Bookbuilding vs. Fixed Price: An Analysis of Competing Strategies for Marketing IPOs; in: Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 32 (1997), S. 383-403.
- BENVENISTE, LAWRENCE M.; SPINDT, PAUL A.: How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues; in: Journal of Financial Economics, Vol. 24 (1989), S. 343-361.
- BENVENISTE, LAWRENCE M.; WILHELM, WILLIAM J.: A Comparative Analysis of IPO Proceeds Under Alternative Regulatory Environments; in: Journal of Financial Economics, Vol. 29 (1990), S. 173-207.
- Benveniste, Lawrence M.; Wilhelm, William J.: Initial Public Offerings: Going by the Book; in: Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 10 (1997), S. 98-108.
- Bitz, Michael: Finanzdienstleistungen, 6. Aufl., München 2001.

- BØHREN, ØYRIND; ECKBO, B. ESPEN; MICHALSEN, DAG: Why Underwrite Rights Offerings? Some New Evidence; in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 46 (1997), S. 223-261.
- BOOTH, JAMES R.; SMITH, RICHARD L.: Capital Raising, Underwriting, and the Certification Hypothesis; in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 15 (1986), S. 261-281.
- BOSCH, ULRICH; GROß, WOLFGANG: *Das Emissionsgeschäft*, Köln 1998.
- BRENNAN, MICHAEL J.; FRANKS, JULIAN: Underpricing, Ownership and Control in Initial Public Offerings of Equity Securities in the UK; in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 45 (1997), S. 391-413.
- BUSCH, TORSTEN: Aktien- und börsenrechtliche Aspekte von Force Majeure-Klauseln in Aktienübernahmeverträgen; in: *WM – Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht*, 55. Jg. (2001), S. 1277-1282.
- CORNELLI, FRANCESCA; GOLDREICH, DAVID: *Bookbuilding and Strategic Allocation*, Arbeitsbericht, London Business School, Version: Januar 2001.
- EMERY, DOUGLAS R.; FINNERTY, JOHN D.: *Corporate Financial Management*, New Jersey 1997.
- GRINBLATT, MARK; HWANG, CHUAN YANG: Signalling and the Pricing of New Issues; in: *Journal of Finance*, Vol. 44 (1989), S. 393-426.
- GROß, WOLFGANG: *Bookbuilding*; in: *Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht*, 162. Band, 1998, S. 318-339.
- HABERSACK, MATHIAS: „Holzmüller“ und die schönen Töchter – Zur Frage eines Vorerwerbsrechts der Aktionäre beim Verkauf von Tochtergesellschaften; in: *WM – Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht*, 55. Jg. (2001), S. 545-549.
- HAHN, OSWALD: *Emission von Wertpapieren*; in: GROCHLA, ERWIN; WITTMANN, WALDEMAR (Hrsg.): *Handwörterbuch der Betriebswirtschaft*, 4. Aufl., Band 1, Stuttgart 1974, Sp. 1259-1263.
- Hanley, Kathleen Weiss: The Underpricing of Initial Public Offerings and the Partial Adjustment Phenomenon; in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 34 (1993), S. 231-250.

- Hanley, Kathleen Weiss; Wilhelm, William J.: Evidence on the Strategic Allocation of Initial Public Offerings; in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 37 (1995), S. 239-257.
- HANSEN, ROBERT S.; FULLER, BEVERLY R.; JANJIGIAN, VAKAN: The Over-Allotment Option and Equity Financing Flotation Costs: An Empirical Investigation; in: *Financial Management*, Vol. 16 (1987), S. 24-32.
- HEIN, THOMAS: Rechtliche Fragen des Bookbuildings nach deutschem Recht; in: *WM – Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht*, 50. Jg. (1996), S. 1-7.
- HOFFMANN-BECKING, MICHAEL: Neue Formen der Aktienemission; in: NIEDERLEITHINGER, ERNST; WERNER, ROSEMARIE; WIEDEMANN, GERHARD (Hrsg.): *Festschrift für OTTFRIED LIEBERKNECHT zum 70. Geburtstag*, München 1997, S. 25-43.
- HOPT, KLAUS J.: Emissionsgeschäft und Emissionskonsortien – Recht und Praxis in Deutschland und in der Schweiz; in: GOERDELER, REINHARD (Hrsg.): *Festschrift für ALFRED KELLERMANN zum 70. Geburtstag am 29. November 1990*, Berlin, New York, 1991, S. 181-199.
- HUSSON, BRUNO; JACQUILLAT, BERTRAND: French New Issues, Underpricing and Alternative Methods of Distribution; in: GUIMARAES, RUI M. C.; KINGSMAN, BRIAN; TAYLOR, STEPHEN J. (Eds.): *A Reappraisal of the Efficiency of Financial Markets*, Berlin, Heidelberg 1989.
- IBBOTSON, ROGER G.; RITTER, JAY R.: Initial Public Offerings; in: JARROW, ROBERT; MAKSIMOVIC, VOJISLAV; ZIEMBA, WILLIAM T. (Eds.): *Handbooks in Operations Research and Management Science*, Vol. 9: Finance, Amsterdam et al. 1995, S. 993-1016.
- JACOB, ELMAR: *Initial Public Offerings – Aktuelle Entwicklungen des Aktienemissionsgeschäfts*, Wiesbaden 1998.
- JENKINSON, TIM; LJUNGQVIST, ALEXANDER: *Going Public – The Theory and Evidence on how Companies raise Equity Finance*, Oxford 1996.
- KASERER, CHRISTOPH; KEMPF, VOLKER: Bookbuilding: Das Underpricing-Phänomen; in: *Die Bank*, 1996, S. 184-186.
- KOLLAR, AXEL: Emission von Wertpapieren; in: GERKE, WOLFGANG; STEINER, MANFRED (Hrsg.): *Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens*, 2. Aufl., Stuttgart 1995, Sp. 500-511.

- LANG, RUDOLF: Internationales Emissionsgeschäft – Das emittentenbezogene Marketing der Banken, Wiesbaden 1993.
- LUTTER, MARCUS: Das Vor-Erwerbsrecht/Bezugsrecht der Aktionäre beim Verkauf von Tochtergesellschaften über die Börse; in: AG, 2000, S. 342-345.
- MANDELKER, GERSHON; RAVIV, ARTUR: Investment Banking: An Economic Analysis of Optimal Underwriting Contracts; in: Journal of Finance, Vol. 32 (1977), S. 683-694.
- METTLER, ALFRED: Going Public – Eine betriebswirtschaftliche Untersuchung schweizerischer Börseneinführungen, Bern, Stuttgart 1990.
- MUSCARELLA, CHRIS; PEAVY III, JOHN W.; VETSUYPENS, MICHAEL R.: Optimal Exercise of the Over-Allotment Option in IPOs; in: Financial Analysts Journal, May-June 1992, S. 76-81.
- NEUS, WERNER: Emissionskredit und Reputationseffekte – Zur Rolle der Banken bei Aktienerstmissionen; in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 63. Jg. (1993), S. 897-915.
- NEUS, WERNER: Zur Theorie der Finanzierung kleinerer Unternehmungen, Wiesbaden 1995.
- OLTMANN, MICHAEL: Schaffung zusätzlicher Aktien beim Börsengang in den USA: Das Greenshoe-Verfahren; in: Der Betrieb, 49. Jg. (1996), S. 2319-2320.
- PICOT, GERHARD; LAND, VOLKER: Going Public – Typische Rechtsfragen des Ganges an die Börse; in: Der Betrieb, 52. Jg. (1999), S. 570-575.
- ROCK, KEVIN: Why New Issues are Underpriced; in: Journal of Financial Economics, Vol. 15 (1986), S. 187-212.
- RÖELL, AILSA: The Decision to Go Public: An Overview; in: European Economic Review, Vol. 40 (1996), S. 1071-1081.
- SMITH, CLIFFORD W.: Alternative Methods for Raising Capital – Rights versus Underwritten Offerings; in: Journal of Financial Economics, Vol. 5 (1977), S. 273-307.
- SMITH, CLIFFORD W.: Investment Banking and the Capital Acquisition Process; in: Journal of Financial Economics, Vol. 15 (1986), S. 3-29.

- SPATT, CHESTER; SRIVASTAVA, SANJAY: Preplay Communication, Participation Restrictions, and Efficiency in Initial Public Offerings; in *Review of Financial Studies*, Vol. 4 (1991), S. 709-726.
- SPREMANN, KLAUS: Reputation, Garantie, Information; in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 58. Jg. (1988), S. 613-629.
- Stolz, Carsten: *Nachfrageorientierte Emissionspolitik mit Bookbuilding*, Bern, Stuttgart, Wien 1998.
- STRONG, NORMAN; WALKER, MARTIN: *Information and Capital Markets*, Oxford et al., 1987.
- TERSTEGE, UDO: *Bezugsrechte bei Kapitalerhöhungen – Eine ökonomische Analyse aus Aktionärssicht*, Wiesbaden 2001.
- THEISSEN, ERIC: *Zuteilungsregeln bei Aktienemissionen, Arbeitsbericht*, Universität Bonn, Version: März 2001.
- TRAPP, CHRISTOPH: Erleichterter Bezugsrechtsausschluß nach § 186 Abs. 3 S. 4 AktG und Greenshoe; in: *AG*, 1997, S. 115-123.
- VOIGT, HANS-WERNER: *Bookbuilding – der andere Weg zum Emissionskurs*; in: *Die Bank*, 1995, S. 339-343.
- WAHRENBURG, MARK: *Emissionsgeschäft*; in: GERKE, WOLFGANG; STEINER, MANFRED (Hrsg.): *Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens*, 3. Aufl., Stuttgart 2001, Sp. 623-637.
- WELCH, IVO: Sequential Sales, Learning, and Cascades; in: *Journal of Finance*, Vol. 47 (1992), S. 695-732.
- WIEDEMANN, HERBERT: *Ausgabekurs und Bezugskurs beim mittelbaren Bezugsrecht*; in: *WM – Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht*, 33. Jg. (1979), S. 990-993.