

Band 94

# Schweizer Schriften zum Finanzmarktrecht

Herausgegeben von  
Prof. Dr. Dieter Zobl  
Prof. Dr. Mario Giovanoli  
Prof. Dr. Rolf H. Weber

Dr. Stefan Waller, Rechtsanwalt

## Das Underwriting Agreement

Grundlagen der vertraglichen Regelung  
öffentlicher Aktienplatzierungen

Schulthess § 2010

# Inhaltsverzeichnis

Abkürzungen .....	XI
Literatur .....	XVII
<b>Kapitel 1 – Prolegomena</b> .....	1
<b>Kapitel 2 – Aktienplatzierungen</b> .....	11
1. Platzierungsstrukturen .....	13
1.1 Unterscheidungskriterien .....	13
1.2 Primärplatzierung ( <i>Primary Offering</i> ) .....	13
1.3 Sekundärplatzierung ( <i>Secondary Offering</i> ) .....	15
1.4 Kombinationsformen .....	17
1.5 Platzierungsstrukturen und Kotierung .....	18
2. Ziele .....	21
2.1 Langfristige Optimierung der Kursentwicklung .....	21
2.1.1 Ausgangslage .....	21
2.1.2 « <i>Achieving the best possible price consistent with a sustainable performance in the after-market</i> » .....	22
2.2 Strategische Allokation .....	24
2.3 Rechtliche Dimension der Zielvorgaben .....	25
3. Platzierungs- und Preisbildungsverfahren .....	28
3.1 Ausgangslage .....	28
3.2 <i>Fixed Price Underwriting</i> .....	29
3.2.1 Charakteristik .....	29
3.2.2 Preisfindung .....	32
3.2.3 Praktische Bedeutung .....	33
3.3 <i>Bookbuilding</i> .....	34
3.3.1 Charakteristik und Entwicklungslinien .....	34
3.3.2 Marktprozesse .....	37
3.3.2.1 <i>Pre-Marketing-Phase</i> .....	38
3.3.2.2 <i>Marketing-Phase</i> .....	39
3.3.2.3 <i>Order-Phase</i> .....	42
3.3.2.4 <i>Stabilisierungs-Phase</i> .....	44
3.4 Auktion .....	46
3.4.1 Charakteristik .....	46
3.4.2 Spezifische Aspekte im Kontext von Aktienplatzierungen .....	48
3.4.3 Praktische Bedeutung .....	50

<b>Kapitel 3 – Parteien des <i>Underwriting Agreement</i></b> .....	53
1. Gesellschaft .....	55
2. Verkaufende Aktionäre .....	56
3. Banken .....	57
3.1 Emissionskonsortium .....	57
3.1.1 Funktion .....	57
3.1.2 Konsortialbildung .....	57
3.1.3 Organisation und Strukturen .....	59
3.1.4 Rechtliche Qualifikation .....	61
3.1.5 Regulatorische Erfassung .....	63
3.2 <i>Agreement among Managers</i> .....	64
3.2.1 Verhältnis zum <i>Underwriting Agreement</i> .....	64
3.2.2 Hauptleistungspflichten der Konsortialmitglieder .....	65
3.2.3 Gegenseitiges Verhältnis der Konsortialmitglieder .....	66
3.2.4 Haftung .....	68
<b>Kapitel 4 – Inhalt des <i>Underwriting Agreement</i></b> .....	71
1. Kapitalerhöhung ( <i>Capital Increase</i> ) .....	73
1.1 Ausgangslage .....	73
1.1.1 Handelsaufnahme und Kotierungsvoraussetzungen .....	73
1.1.2 Kapitalerhöhung zum Nennwert .....	75
1.2 Unterzeichnung des <i>Underwriting Agreement</i> im zeitlichen Kontext der Kapitalerhöhung .....	76
1.3 Beschlussfassungen und Vollzug .....	78
1.3.1 Ordentliche Kapitalerhöhung .....	78
1.3.2 Genehmigte Kapitalerhöhung .....	80
1.4 Zum Bezugsrecht .....	82
1.4.1 Ausgangslage .....	82
1.4.2 Festübernahme und Bezugsrecht .....	85
1.4.2.1 Formelles <i>versus</i> materielles Bezugsrechtsver- ständnis .....	85
1.4.2.2 Funktion des <i>Underwriting Agreement</i> .....	87
1.4.3 Publikumsöffnung und Bezugsrecht .....	91
1.4.4 Konzerndimension .....	95
1.4.5 Zur Bezugsrechtsemission .....	97
1.4.5.1 Strukturen .....	97
1.4.5.2 Ablauf .....	99
1.5 Zur Prospektpflicht .....	101
1.5.1 Ausgangslage .....	101
1.5.2 Festübernahmeverfahren .....	102
1.5.3 Sekundärplatzierung .....	103
1.5.4 Bezugsrechtsemission .....	103

2.	Übernahmeverpflichtung ( <i>Initial Subscription</i> ).....	106
2.1	Ausgangslage.....	106
2.2	Zeichnung.....	107
2.2.1	Aktienrechtliche Grundlagen .....	107
2.2.2	Vertragliche Regelung .....	108
2.3	Liberierung.....	109
2.3.1	Aktienrechtliche Grundlagen .....	109
2.3.2	Vertragliche Regelung .....	110
2.4	Sekundärplatzierung .....	111
3.	Platzierung ( <i>Offer of Shares</i> ).....	113
3.1	Ausgangslage.....	113
3.2	Verhältnis Konsortialbanken – Anleger.....	114
3.2.1	Publikation der Preisspanne .....	114
3.2.2	Institutionelle Anleger .....	115
3.2.3	Privatanleger .....	116
3.3	Veränderung der Angebotsparameter .....	118
3.3.1	Ausgangslage.....	118
3.3.2	Änderung der Preisspanne.....	119
3.3.3	Änderung des Emissionsvolumens .....	121
4.	Mehrzuteilungsoption ( <i>Greenshoe</i> ).....	123
4.1	Vertragliche Regelung.....	123
4.2	Kursstabilisierung .....	124
4.3	Mechanik.....	126
4.3.1	Ausgangslage.....	126
4.3.2	Erste Phase .....	127
4.3.3	Zweite Phase .....	128
4.4	Rechtliche Aspekte .....	130
4.4.1	Gestaltungsmöglichkeiten.....	130
4.4.2	Altaktionäre als <i>Greenshoe</i> -Partner .....	131
4.4.3	Gesellschaft als <i>Greenshoe</i> -Partner .....	132
4.5	<i>Securities Lending</i> .....	134
5.	Preisfestsetzung ( <i>Pricing</i> ).....	139
5.1	Ausgangslage.....	139
5.2	Vertragliche Regelung.....	140
5.3	Aktienplatzierungen bereits kotierter Gesellschaften .....	141
5.4	Börsengang .....	143
5.4.1	Gezieltes <i>Underpricing</i> .....	143
5.4.2	Konsequenzen.....	145
5.4.2.1	Überzeichnung und Majorisierung.....	145
5.4.2.2	Koppelung von Preisfestsetzung und Zuteilung.....	146
6.	Zuteilung ( <i>Allocation</i> ).....	148
6.1	Ausgangslage.....	148

6.2	Rechtsgrundlagen .....	149
6.2.1	Privatrecht.....	149
6.2.2	Aufsichtsrecht.....	149
	6.2.2.1 Bankengesetz.....	149
	6.2.2.2 Börsengesetz.....	151
6.2.3	Praxis der (ehemaligen) Eidgenössischen Bankenkommission.....	153
6.2.4	Selbstregulierung .....	154
6.3	Konkretisierungen.....	158
6.3.1	Anspruch auf Zuteilung? .....	158
6.3.2	Anspruch auf Gleichbehandlung?.....	161
6.3.3	Zuteilung an institutionelle Investoren .....	162
6.3.4	Zuteilung an Privatanleger.....	164
6.3.5	<i>Friends &amp; Family</i> .....	165
6.3.6	Zuteilung an <i>Nostro</i> .....	167
6.3.7	Publizität und Dokumentation .....	169
	6.3.7.1 Publizitätspflichten vor der Emission.....	169
	6.3.7.2 Bankinterne Dokumentationspflichten.....	170
	6.3.7.3 Publizitätspflichten nach Abschluss der Emission .....	170
6.3.8	Unzulässige Zuteilungsmethoden .....	171
7.	Vollzug ( <i>Closing</i> ) .....	174
7.1	Mechanik ( <i>Closing Actions</i> ).....	174
	7.1.1 Ausgangslage.....	174
	7.1.2 Vertragliche Regelung.....	175
7.2	Bedingungen ( <i>Closing Conditions</i> ) .....	177
	7.2.1 Gesetzliche Vorgaben .....	177
	7.2.2 Vertragliche Regelung.....	178
	7.2.3 <i>Closing Conditions</i> – Übersicht.....	180
	7.2.4 Keine wesentliche nachteilige Veränderung ( <i>No Material Adverse Effect</i> ).....	181
	7.2.5 <i>Legal Opinion</i> .....	183
	7.2.5.1 Vertragliche Regelung.....	183
	7.2.5.2 Funktion und Parteien.....	184
	7.2.5.3 Standardisierter Aufbau und Haftung.....	186
	7.2.5.4 <i>Technical Legal Opinion</i> und <i>Disclosure Opinion</i> .....	189
	7.2.5.4.1 <i>Technical Legal Opinion</i> .....	189
	7.2.5.4.2 <i>Disclosure Opinion</i> .....	191
7.2.6	Exkurs: Prospekthaftung.....	193
	7.2.6.1 Materielle Anspruchsvoraussetzungen.....	193
	7.2.6.1.1 Widerrechtlichkeit .....	193
	7.2.6.1.2 Schaden .....	195
	7.2.6.1.3 Kausalität .....	196
	7.2.6.1.4 Verschulden .....	197

7.2.6.2	Kläger und Beklagte.....	198
7.2.6.2.1	Aktivlegitimation.....	198
7.2.6.2.2	Passivlegitimation.....	198
7.2.7	<i>Officer's Certificates</i> .....	201
7.2.8	<i>Comfort Letter</i> .....	203
7.3	Rücktrittsrecht der Konsortialbanken ( <i>Termination</i> ) .....	207
7.3.1	<i>Force Majeure</i> .....	207
7.3.2	«Rückabwicklung» bei Primärplatzierungen.....	208
8.	Gewährleistungen ( <i>Representations and Warranties</i> ) .....	213
8.1	Funktion.....	213
8.2	Gewährleistungen der Gesellschaft.....	216
8.2.1	Einzelne Gewährleistungsbereiche .....	216
8.2.2	Gewährleistungen der Gesellschaft bei Sekundärplatzie- rungen .....	218
8.2.2.1	Problemstellung .....	218
8.2.2.2	Lösungsansatz.....	220
8.3	Gewährleistungen der verkaufenden Aktionäre.....	221
9.	Weitere Verpflichtungen ( <i>Covenants</i> ) .....	224
9.1	Funktion.....	224
9.2	<i>Covenants</i> der Gesellschaft.....	224
9.2.1	Prospektaktualisierung.....	224
9.2.2	Emissionsfolgpflichten.....	227
9.2.3	Verkaufsbeschränkungen ( <i>Offering</i> oder <i>Selling</i> <i>Restrictions</i> ).....	228
9.2.3.1	Ausgangslage .....	228
9.2.3.2	Vertragliche Regelung.....	230
9.2.3.3	Prospektredaktion .....	234
9.2.4	Marktschutzvereinbarungen ( <i>Lock-up</i> ) .....	235
9.2.5	Weitere Verpflichtungen.....	237
9.3	<i>Covenants</i> der verkaufenden Altaktionäre .....	238
9.4	<i>Covenants</i> der Konsortialbanken.....	238
10.	Vergütung der Konsortialbanken ( <i>Fees and Expenses</i> ).....	241
10.1	Kommission ( <i>Gross Spread</i> ) .....	241
10.2	Auslagenersatz .....	242
10.3	Kostentragung der Gesellschaft bei Sekundärplatzierungen.....	242
11.	Freistellung von Drittsprüchen ( <i>Indemnification</i> ) .....	245
11.1	Vertragliche Regelung und Rechtstatsächliches .....	245
11.2	Gültigkeit und Durchsetzbarkeit .....	248
11.2.1	Delikts- und vertragsrechtliche Aspekte .....	248
11.2.2	Aktienrechtliche Aspekte.....	251
12.	Rechtswahl und Gerichtsstand ( <i>Applicable Law and Jurisdiction</i> ) .....	254
12.1	Rechtswahl.....	254

12.2	Gerichtsstand .....	255
12.2.1	Ausgangslage .....	255
12.2.2	Prospekthaftungsklagen .....	257
12.2.2.1	Zuständigkeit .....	257
12.2.2.2	Anwendbares Recht .....	258
12.2.3	Vertragliche Regelung .....	260
12.2.3.1	Vorgaben aus potentiellen Prospekthaftungsklagen...	260
12.2.3.2	Gerichtsstand .....	261