

CARLO POHLHAUSEN

Unternehmensfinanzierung
am Kapitalmarkt in den
arabischen Staaten

*Max-Planck-Institut
für ausländisches und internationales
Privatrecht*

*Studien zum ausländischen
und internationalen Privatrecht*

Mohr Siebeck

Studien zum ausländischen und internationalen Privatrecht

309

Herausgegeben vom

Max-Planck-Institut für ausländisches
und internationales Privatrecht

Direktoren:

Jürgen Basedow, Holger Fleischer und Reinhard Zimmermann



Carlo Pohlhausen

Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt in den arabischen Staaten

Eine rechtsvergleichende Analyse von Aktien-,
Anleihe- und Hybridemissionen am Beispiel
Ägyptens, der Vereinigten Arabischen Emirate,
Saudi-Arabiens und Jordaniens

Mohr Siebeck

Carlo Pohlhausen, geboren 1979; Studium der Rechtswissenschaften in Passau und München; Referendariat in Hamburg; Doktorand, Stipendiat und wissenschaftlicher Mitarbeiter am Max-Planck-Institut für Steuerrecht und Öffentliche Finanzen in München; anschließend in einer internationalen Unternehmensberatung tätig; seit 2012 bei einer Investmentfirma in München tätig.

e-ISBN PDF 978-3-16-153196-5

ISBN 978-3-16-152767-8

ISSN 0720-1141 (Studien zum ausländischen und internationalen Privatrecht)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind im Internet über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2014 Mohr Siebeck Tübingen. www.mohr.de

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von Gulde-Druck in Tübingen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und von der Buchbinderei Nädele in Nehren gebunden.

Meinen Eltern

Vorwort

Die vorliegende Arbeit ist während meiner Zeit als Stipendiat und wissenschaftlicher Mitarbeiter am Max-Planck-Institut für Steuerrecht und Öffentliche Finanzen entstanden.

Mein besonders herzlicher Dank gilt meinem verehrten Doktorvater Herrn Prof. Dr. Dr. h.c. Wolfgang Schön. Er hat mir während der Promotionsphase mit großem Vertrauensvorschuss den wissenschaftlichen Gestaltungsfreiraum gewährt, den eine Arbeit zu einem fremden Rechtskreis benötigt, und mit seinen Anregungen, Diskussionen und stetem Interesse wesentlich zum Gelingen der Arbeit beigetragen. Für die lehrreichen sowie in fachlicher und persönlicher Hinsicht wertvollen Jahre am Max-Planck-Institut bin ich ihm sehr verbunden. Des Weiteren danke ich Herrn Prof. Dr. Peter Kindler für die Übernahme und Erstellung des Zweitgutachtens.

Dem Max-Planck-Institut für Steuerrecht und Öffentliche Finanzen gilt mein Dank für die großzügige Gewährung eines dreijährigen Forschungsstipendiums sowie die Ermöglichung von vier Forschungsreisen nach Ägypten und in die Vereinigten Arabischen Emirate. Ebenso danke ich den Herausgebern der Schriftenreihe „Studien zum ausländischen und internationalen Privatrecht“ für die Aufnahme meiner Arbeit in die Reihe.

Während meiner Forschungsreisen bin ich mit einer Vielzahl von Rechtsanwälten, Fachbeamten, Richtern, Unternehmensjuristen und Finanzexperten zusammengekommen, ohne die diese Abhandlung nicht möglich gewesen wäre. Erwähnt sei zuvorderst Herr RA Hossam Omar, dessen vertieftes Verständnis der arabischen und westlichen Kapitalmarktordnungen, vor allem aber unerschöpfliche Geduld in langen und kleinteiligen Diskussionen für mich von unschätzbarem Wert waren. Ebenso danke ich Herrn Prof. em. Dr. Omaia Elwan, der mir stets mit Ratschlägen sowie Kontakten in die Kairoer Juristenwelt zur Seite stand. Von großer Bedeutung für die Arbeit war auch die intensive Zusammenarbeit mit der Egyptian Financial Supervisory Authority (EFSA), der General Authority for Investments, der ägyptischen Börse sowie dem ägyptischen Zentralverwahrer MCDR. Mein besonderer Dank gilt insofern dem früheren Vorsitzenden der EFSA, Herrn Dr. Hani Sarie Eldin, sowie Ahmed Lebena und Mohammed Abdelwahid, die mir vertiefte Einblicke in die Arbeit der Aufsichtsbehörden ermöglicht haben. Des Weiteren danke ich Herrn Prof. Dr. Hossam

Loutfi für seine fürsorgliche Betreuung während meiner Aufenthalte in Kairo sowie dem Vizepräsidenten des ägyptischen Verfassungsgerichts Rajab Salim und dem Präsidenten des Kassationsgerichts Dubai Dr. Ali Ibrahim Al Imam für wertvolle Diskussionen über die nationalen Gesellschaftsrechtsordnungen, darüber hinaus Ahmed El-Guindy (EFG Hermes), Ahmed El-Houssieny (Citadel Capital), dem früheren Vorsitzenden der ägyptischen Börse Dr. Sameh el-Torgoman, Kamel Galal (Al Ezz Steel Rebars) sowie der Niederlassung der Deutschen Bank in Dubai für ihre Einblicke in die Kapitalmarktpraxis in der Region. Bei meinen Recherchen wurde ich von verschiedenen Sozietäten mit großer Offenheit durch intensiven fachlichen Austausch und juristische Materialien unterstützt. Insofern danke ich den Kanzleien Shalakany, die mich für einen Monat als Mitarbeiter aufnahmen, Amereller, Sarie Eldin, Al-Tamimi, Afridi Angell, Kosheri Rashed & Riad, Zaki Hashem und Arab Legal Consultants.

Die Arbeit wurde im Sommersemester 2012 von der Juristischen Fakultät der Ludwig-Maximilians-Universität München als Dissertation angenommen. Das Manuskript hierzu wurde im Januar 2011 abgeschlossen. Für die Veröffentlichung wurden die zentralen gesetzlichen Neuerungen bis Dezember 2013 eingearbeitet (insbesondere die Einführung eines börslichen Bezugsrechtshandels in Ägypten). Im Verlauf dieser Zeit haben die arabischen Staaten und auch Ägypten grundlegende politische Umwälzungen erlebt, die auch die aktuelle Rechtsentwicklung nicht unberührt ließen. Auch wenn die eher technischen Regeln des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts von dem Wandel bislang kaum erfasst wurden, wird mit Spannung zu beobachten sein, in welche Richtung sich die Gesetzgebung bewegt, namentlich im Hinblick auf die Frage der Zinsen. Es ist zu hoffen, dass die betroffenen Staaten die politische Stabilität, derer es in einem funktionierenden Rechtssystem bedarf, bald wiederfinden.

Neben fachlichem Beistand habe ich ein großes Maß an persönlicher Unterstützung erhalten. Besonders am Herzen liegt mir der Dank an meine Frau Dr. Stephanie Pohlhausen, die mich während der Promotionszeit fortwährend motivierte und mir stets liebevollen Rückhalt gab. In bester Erinnerung bleiben mir auch die schönen Stunden am Institut mit Dr. Alexander Jehlin, Mauritz von Einem, Dr. Tobias Beuchert und Dr. Alexander Hellgardt sowie die gute Betreuung durch Frau Gabriele Auer. Ihnen allen sei hierfür gedankt.

Mein tiefer Dank gilt schließlich meinen Eltern, die mich während meiner Ausbildung vorbehaltlos unterstützt, begleitet und gefördert haben. Ihnen widme ich diese Arbeit in liebevoller Verbundenheit.

Inhaltsübersicht

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

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

Inhaltsverzeichnis

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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