

## Inhaltsübersicht

§ 1 Einleitung . . . . .	1
§ 2 Begriffliche Einordnung und grundlegende Interessen . . . . .	11
<i>1. Kapitel: Rechtsvergleichende Einordnung</i> . . . . .	22
§ 3 Vereinigte Staaten . . . . .	22
§ 4 England. . . . .	36
§ 5 Zusammenfassung und Schlußfolgerungen. . . . .	61
<i>2. Kapitel: Rechtsökonomische Grundlagen</i> . . . . .	66
§ 6 Ausgangslage. . . . .	67
§ 7 Neoklassik und Neue Institutionenökonomie . . . . .	72
§ 8 Behavioral Finance . . . . .	95
§ 9 Folgerungen für die weitere Untersuchung. . . . .	119
<i>3. Kapitel: Motive und Folgen von Tochterbörsengängen</i> . . . . .	121
§ 10 Ausgangspunkt = Positive <i>announcement</i> -Effekte. . . . .	123
§ 11 These: <i>equity carve-outs</i> als Instrument der Effizienzsteigerung. . . . .	126
§ 12 Gegenthese: <i>equity carve-out</i> als Finanzierungsinstrument . . . . .	162
§ 13 Ergebnis und Schlußfolgerungen . . . . .	171
<i>4. Kapitel: Zuständigkeit der Hauptversammlung (»Mitwirkungsmodell«)</i> . . . . .	177
§ 14 Gesetzliche Zuständigkeitsverteilung . . . . .	177
§ 15 Grundlagen ungeschriebener Hauptversammlungszuständigkeiten	181
§ 16 Folgerungen für die Börseneinführung von Tochtergesellschaften. .	189
<i>5. Kapitel: Vorstandspflichten bei Direktplatzierung mittels Bookbuilding (»Haftungsmodell«)</i> . . . . .	233
§ 17 Grundlagen . . . . .	233
§ 18 Empirische Beobachtungen am Primärmarkt. . . . .	241
§ 19 Traditionelle Erklärungsansätze für <i>underpricing</i> . . . . .	254
§ 20 Praktische Erklärungen für Tochterbörsengänge	

<b>6. Kapitel: Rechte auf bevorrechtigte Zuteilung (normale Marktphasen) . . . . .</b>	<b>317</b>
§ 21 Dogmatische Grundlagen . . . . .	319
§ 22 Vorfrage: Effizienz des Bezugsrechtssystems bei Kapitalerhöhungen . . . . .	353
§ 23 Platzierung mittels reinen Vorerwerbsrechtsverfahrens . . . . .	383
§ 24 Platzierung mittels Sachdividende . . . . .	408
§ 25 Platzierung mittels kombinierter Emissionsverfahren . . . . .	418
§ 26 Vom flexibilisierten Vorerwerbsverfahren zum Teilvorerwerbsrecht? . . . . .	426
<b>7. Kapitel: Besonderheiten in hot markets . . . . .</b>	<b>439</b>
§ 27 Wirtschaftlicher Hintergrund . . . . .	439
§ 28 Erklärungsansätze für <i>underpricing</i> in hot markets . . . . .	473
§ 29 Allgemeine Folgerungen und Implikationen für hot markets . . . . .	491
§ 30 Rechtliche Implikationen betreffend Tochterbörsengänge . . . . .	503
§ 31 Konkretisierung des »Haftungsmodells« (hot markets) . . . . .	508
§ 32 Folgerungen für Vorerwerbsrechtsemissionen (hot markets) . . . . .	529
§ 33 Von der Vorerwerbsrechtsemission zum Vorerwerbsrecht in hot markets . . . . .	545
<b>Zusammenfassung in Thesen . . . . .</b>	<b>569</b>

# Inhaltsverzeichnis

Inhaltsübersicht . . . . .	IX
Inhaltsverzeichnis . . . . .	XI
Abkürzungsverzeichnis . . . . .	XXXI
§ 1 <i>Einleitung</i> . . . . .	1
I. Tatsächliche und juristische Ausgangslage . . . . .	3
II. Lücken der bisherigen Diskussion . . . . .	8
III. Gang der Untersuchung . . . . .	9
§ 2 <i>Begriffliche Einordnung und grundlegende Interessen</i> . . . . .	11
I. Abgrenzung . . . . .	11
1. Spin-outs . . . . .	11
2. Spin-offs . . . . .	11
3. Tracking stocks . . . . .	12
4. Sell-offs . . . . .	13
II. Zur Typologie von equity carve-outs . . . . .	13
1. Der Konzerntypus . . . . .	13
2. Der Veräußerungstypus . . . . .	14
3. Unterscheidbarkeit <i>ex ante</i> . . . . .	14
4. Differenzierung nach »alten« und »jungen« Stücken? . . . . .	15
III. Interessen . . . . .	17
1. Kapitel: Rechtsvergleichende Einordnung . . . . .	22
§ 3 <i>Vereinigte Staaten</i> . . . . .	22
I. Von <i>pre-emptive rights</i> zu <i>fiduciary duties</i> . . . . .	22
1. Preemptive rights doctrine . . . . .	23
2. Reformdiskussion . . . . .	24
a) Nachteile eines zwingenden Bezugsrechts . . . . .	24

b) Verschiebung der Aktionärsinteressen . . . . .	25
c) Prämissen . . . . .	26
3. Rückzug der Rechtsprechung auf <i>fiduciary duties</i> . . . . .	26
4. Anpassung der Gesellschaftsrechte . . . . .	28
II. Emissionspraxis . . . . .	30
III. Die Diskussion um das <i>rights offer paradox</i> . . . . .	31
IV. Zwischenergebnis . . . . .	35
<b>§ 4 England . . . . .</b>	<b>36</b>
I. Von <i>pre-emption rights</i> zu <i>pre-emption guidelines</i> . . . . .	37
1. Companies Act 1985 . . . . .	37
2. Listing Rules . . . . .	40
a) <i>Pre-emption rights</i> einer <i>listed company</i> . . . . .	41
(1) Rights issue . . . . .	42
(2) Open offer . . . . .	43
b) Emissionspraxis . . . . .	44
c) Kapitalmaßnahmen in einer <i>subsidiary undertaking</i> . . . . .	45
3. Pre-emption guidelines . . . . .	47
4. Reformdiskussion . . . . .	50
5. Zusammenfassung . . . . .	52
II. Hintergründe der Wertschätzung von <i>pre-emption rights</i> . . . . .	53
1. Dilution . . . . .	53
2. Flexibility . . . . .	53
3. Disciplinary effect . . . . .	55
III. Bezugsrecht als Corporate Governance-Instrument ( <i>Franks/Mayer/Renneboog</i> ) . . . . .	56
1. Kerngedanke . . . . .	56
2. Vergleich mit anderen Corporate Governance-Instrumenten	57
3. Erklärungsmodell . . . . .	59
IV. Zwischenergebnis . . . . .	61
<b>§ 5 Zusammenfassung und Schlußfolgerungen . . . . .</b>	<b>61</b>
<b>2. Kapitel: Rechtsökonomische Grundlagen . . . . .</b>	<b>66</b>
<b>§ 6 Ausgangslage . . . . .</b>	<b>67</b>
I. Untersuchungsgegenstand . . . . .	68
II. Rechtsökonomischer Anknüpfungspunkt . . . . .	69

<b>§ 7 Neoklassik und Neue Institutionenökonomie . . . . .</b>	<b>72</b>
I. Grundlagen des traditionellen neoklassischen Modells . . . . .	72
II. Neue Institutionenökonomie . . . . .	75
1. Transaktionskostenansatz . . . . .	76
2. Property-Rights-Theorie . . . . .	77
3. Principal-Agent-Theorie . . . . .	77
a) Agency-Kosten im kapitalmarktlichen Kontext . . . . .	78
b) Folgerungen für die Ausrichtung des Vorstandshandelns am Gesellschaftsinteresse . . . . .	79
4. Zusammenfassung . . . . .	80
III. Rationalitätsannahmen . . . . .	81
1. Der homo oeconomicus der Neoklassik . . . . .	81
a) Erwartungsnutzentheorie (Neumann/Morgenstern) . .	82
b) Risikopräferenzen . . . . .	84
2. Bounded rationality in der Institutionenökonomie . . . . .	85
IV. Traditioneller Neoinstitutionalismus in der Kapitalmarktentheorie . . . . .	86
1. Efficient capital market hypothesis (Fama) . . . . .	87
2. Informationseffizienz des Kapitalmarktes . . . . .	88
3. Allokationseffizienz des Kapitalmarktes . . . . .	92
a) Verhältnis von <i>fair value</i> und Börsenkurs . . . . .	92
b) Abweichungen in allokationseffizienten Märkten . . .	93
4. Überschneidungen von Allokations- und Informationseffizienz . . . . .	93
V. Zusammenfassung . . . . .	95
<b>§ 8 Behavioral Finance . . . . .</b>	<b>95</b>
I. Ansatz: Zweifel am homo oeconomicus . . . . .	97
1. Verhaltensanomalien bei der Informationswahrnehmung .	97
a) Framing . . . . .	97
b) Selektive Wahrnehmung . . . . .	98
c) Availability bias . . . . .	98
2. Verhaltensanomalien bei der Informationsverarbeitung .	99
a) Anchoring and adjustment . . . . .	99
b) Mental accounting . . . . .	100
c) Loss aversion . . . . .	101
3. Verhaltensanomalien bei der Anlageentscheidung . . . . .	102
a) Rules of thumb . . . . .	102
b) Representativeness heuristic . . . . .	102

c) Overconfidence bias . . . . .	105
d) Conservatism bias . . . . .	107
e) Disposition effect . . . . .	108
f) Endowment effect. . . . .	109
g) Home bias . . . . .	109
4. Prospect theory (Kahneman/Tversky) . . . . .	111
II. Auswirkungen auf Ebene des Kapitalmarktes. . . . .	112
1. Noise trading . . . . .	113
2. Kurzsichtigkeit ( <i>myopia</i> ). . . . .	113
3. Kursblasen ( <i>bubbles</i> ) . . . . .	114
4. Models of investor sentiment . . . . .	116
III. Reaktionen und Antworten der >traditionellen< Lehre . . . . .	117
IV. Zusammenfassung . . . . .	119
<b>§ 9 Folgerungen für die weitere Untersuchung . . . . .</b>	<b>119</b>
3. Kapitel: Motive und Folgen von Tochterbörsengängen. . . . .	121
<b>§ 10 Ausgangspunkt = Positive announcement-Effekte . . . . .</b>	<b>123</b>
I. Spin-offs . . . . .	124
II. Equity carve-outs . . . . .	125
III. Andere Restrukturierungsinstrumente . . . . .	125
IV. Kapitalerhöhungen. . . . .	126
<b>§ 11 These: equity carve-outs als Instrument der Effizienzsteigerung . . . . .</b>	<b>126</b>
I. Reduzierung des internen Kapitalmarktes. . . . .	128
1. Schlüssigkeit bei spin-offs . . . . .	129
2. Schlüssigkeit bei equity carve-outs . . . . .	129
a) Veräußerungstypus. . . . .	130
b) Konzerntypus. . . . .	130
3. Neuere Entwicklungen. . . . .	132
4. Zwischenergebnis. . . . .	133
II. Refokussierung auf das Kerngeschäft . . . . .	133
1. Schlüssigkeit bei spin-offs . . . . .	134
2. Schlüssigkeit bei equity carve-outs . . . . .	135
a) Veräußerungstypus. . . . .	135
b) Konzerntypus. . . . .	135
3. Neuere Entwicklungen. . . . .	136
4. Zwischenergebnis. . . . .	138

	<i>Inhaltsverzeichnis</i>	XV
III.	Professionalisierung im Tochtermanagement . . . . .	139
1.	Gesichtspunkt: Bessere Anreizstruktur . . . . .	139
2.	Gesichtspunkt: Bessere Kontrolle. . . . .	140
3.	Prämisse: Bessere Information . . . . .	140
4.	Schlüssigkeit der These beim Veräußerungstypus. . . . .	141
5.	Schlüssigkeit der These beim Konzerntypus. . . . .	141
a)	Effizienzsteigerungen durch bessere Anreizstruktur?	141
(1)	Über das Entscheidungskalkül rational handelnder Bereichsmanager. . . . .	144
(2)	Über die Kosten autonom handelnder Bereichsmanager	145
(3)	Über die Möglichkeit autonomen Handelns der Bereichsmanager . . . . .	146
b)	Bessere Information und Kontrolle? . . . . .	147
(1)	Informationspflichten der börsennotierten Tochtergesellschaft. . . . .	147
(2)	Informationsqualität . . . . .	149
(a)	Weitergabe von Insiderinformationen an die Mutter	150
(b)	Gestaltungsinteresse der Mutter bei der Ad-hoc-Publizität der Tochter. . . . .	151
(c)	Gestaltungsmöglichkeit der Mutter bei der Ad-hoc-Publizität der Tochter. . . . .	152
(3)	Empirie. . . . .	155
c)	Kontrollintensität. . . . .	156
6.	Zwischenergebnis. . . . .	157
IV.	Weitere Wertsteigerungsargumente . . . . .	157
1.	Argument: Höhere Bekanntheit der Tochtergesellschaft . . . . .	158
2.	Argument: Konditionenverbesserung . . . . .	158
3.	Argument: Vervollständigung des Kapitalmarktes . . . . .	158
V.	Strategieargumente. . . . .	159
1.	Vorbereitung einer Veräußerung . . . . .	159
2.	Schaffung einer Akquisitionswährung . . . . .	160
3.	Abwehr feindlicher Übernahmen. . . . .	160
VI.	Zwischenresümee . . . . .	161
<b>§ 12 <i>Gegenthese: equity carve-out als Finanzierungsinstrument</i></b> . . . . .		<b>162</b>
I.	Finanzierungsbedarf und Agency-Konflikte . . . . .	163
II.	Der Tochterbörsengang als <i>signaling</i> -Strategie . . . . .	164
1.	Grundlagen der Theorie der <i>adverse selection</i> . . . . .	164
2.	Signaling bei Kapitalerhöhungen ( <i>Myers/Majluf</i> ). . . . .	166
3.	Signaling bei <i>equity carve-outs</i> ( <i>Nanda</i> ) . . . . .	166
4.	Übertragung auf den deutschen Kapitalmarkt? . . . . .	167

5. Empirie . . . . .	168
6. Ergebnis . . . . .	168
III. Timing the market . . . . .	169
1. Grundzüge der Diskussion . . . . .	169
2. Equity carve-outs . . . . .	170
<b>§ 13 Ergebnis und Schlußfolgerungen . . . . .</b>	<b>171</b>
I. Zusammenfassung der wichtigen Befunde. . . . .	171
II. Schlußfolgerungen . . . . .	173
1. Funktion eines Vorerwerbsrechts bei Agency-Konflikten im Konzerntypus. . . . .	173
2. Funktion eines Vorerwerbsrechts im Falle eines <i>market timing</i> . . . . .	174
III. Resümee. . . . .	175
IV. Fortgang der Untersuchung. . . . .	176
4. Kapitel: Zuständigkeit der Hauptversammlung (»Mitwirkungsmodell«). . . . .	177
<b>§ 14 Gesetzliche Zuständigkeitsverteilung . . . . .</b>	<b>177</b>
I. Grundsatz . . . . .	177
II. Kapitalerhöhung in der Tochtergesellschaft. . . . .	178
III. Beteiligungsveräußerung . . . . .	179
IV. Zuständigkeit nach § 179 a AktG. . . . .	179
V. Unterschreitung des Unternehmensgegenstandes. . . . .	179
<b>§ 15 Grundlagen ungeschriebener Hauptversammlungszuständigkeiten</b>	<b>181</b>
I. Von »Holzmüller« zu »Gelatine«. . . . .	181
II. Dogmatische Grundlagen. . . . .	184
III. Schutzkonzept und Konzernleitungskontrolle nach »Gelatine« . . . . .	186
IV. Schutzzwecke ungeschriebener Hauptversammlungszuständigkeiten . . . . .	187
<b>§ 16 Folgerungen für die Börseneinführung von Tochtergesellschaften . .</b>	<b>189</b>
I. Mitwirkungsbefugnisse bei Kapitalerhöhungen in der Tochter	189

1. Anwendbarkeit der »Holzmüller«-Grundsätze . . . . .	189
a) Kapitalerhöhung mit Bezugsrecht. . . . .	189
b) Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsverzicht . . . . .	192
c) Stellungnahme . . . . .	194
(1) Kapitalerhöhung als <i>pars pro toto</i> Konzertypus . . . . .	195
(2) Investmentkontrakt als Anknüpfungspunkt. . . . .	195
(3) Analogie zu §§ 23 Abs. 3 Nr. 2, 179 AktG und §§ 182 Abs. 1, 186 Abs. 3 AktG . . . . .	196
(4) Konkretisierung beim Tochterbörsengang. . . . .	198
(5) Effektivität des »Instruments« Hauptversammlungszuständigkeit . . . . .	201
d) Zwischenergebnis. . . . .	202
2. Wesentlichkeitsschwelle . . . . .	203
a) Bagatellgrenze oder Wesentlichkeitsschwelle . . . . .	203
b) Feste oder flexible Schwellenwerte . . . . .	204
(1) Fester Wert als Orientierungspunkt . . . . .	205
(2) Die Fälle T-Online, Comdirect und Infineon . . . . .	205
(3) Veränderung durch »Gelatine« . . . . .	207
c) Bezugsgröße. . . . .	208
(1) Reine Bilanzzahlen . . . . .	208
(2) Operative Bilanzzahlen . . . . .	210
(3) Unternehmenswert . . . . .	211
(4) Orientierung am Börsenkurs?. . . . .	211
(5) Zwischenergebnis. . . . .	213
d) Qualitative Einordnung des Konzertypus . . . . .	214
e) Entfall bei Zustimmung im Moment der Konzern- bildung? . . . . .	215
3. Ergebnis . . . . .	216
II. Mitwirkungsbefugnisse bei Beteiligungsveräußerung . . . . .	217
1. Beteiligungsveräußerung als <i>pars pro toto</i> Veräußerungstypus . . . . .	217
2. Diskussionsstand. . . . .	218
3. Stellungnahme . . . . .	220
4. Wesentlichkeitsschwelle . . . . .	221
5. Ergebnis . . . . .	223
III. Börseneinführung als vorgelagerter Anknüpfungspunkt . . . . .	224
1. Zustimmungspflicht in der unverbundenen Gesellschaft. . . . .	224
a) Diskussionsstand . . . . .	224
b) Stellungnahme . . . . .	225
(1) Investmentkontrakt als Anknüpfungspunkt. . . . .	225
(2) Zustimmungspflicht aufgrund aktiengesellschafts- rechtlichen Typuswechsels? . . . . .	226

(3) Charakteränderung der Gesellschaft . . . . .	228
(4) Unmittelbare Änderung der Rechtsstellung der Aktionäre . . . . .	229
c) Zwischenergebnis . . . . .	230
2. Zustimmungspflicht in der Muttergesellschaft bei Börseneinführung einer Tochter . . . . .	230
a) Diskussionsstand . . . . .	230
b) Stellungnahme . . . . .	231
3. Ergebnis . . . . .	232
IV. Gesamtergebnis und Schlußfolgerung . . . . .	232
 5. Kapitel: Vorstandspflichten bei Direktplatzierung mittels Bookbuilding (»Haftungsmodell«) . . . . .	233
 § 17 <i>Grundlagen</i> . . . . .	233
I. Allgemeiner Pflichtenstandard . . . . .	233
II. Ablauf des Bookbuilding . . . . .	235
1. Research und pre-marketing . . . . .	235
2. Marketing . . . . .	236
3. Order taking period . . . . .	236
4. Pricing und Interessen bei der Preisfestsetzung . . . . .	237
5. Allocation . . . . .	238
6. Marktstabilisierung und greenshoe . . . . .	239
III. Marktazeptanz . . . . .	240
 § 18 <i>Empirische Beobachtungen am Primärmarkt</i> . . . . .	241
I. <i>Underpricing</i> -Phänomen . . . . .	242
1. Zum Begriff <i>underpricing</i> . . . . .	242
2. Underpricing bei IPOs . . . . .	244
3. Underpricing bei Tochterbörsengängen . . . . .	245
II. Clustering . . . . .	246
III. <i>Hot issues</i> und <i>hot markets</i> . . . . .	247
IV. <i>Long run underperformance</i> . . . . .	249
1. Langzeitentwicklung nach normalen Börsengängen (IPOs) .	249
2. Langzeitentwicklung nach equity carve-outs . . . . .	251
V. Zusammenspiel der Marktanomalien . . . . .	251
VI. Zusammenfassung und Fortgang der Untersuchung . . . . .	253

§ 19 Traditionelle Erklärungsansätze für underpricing . . . . .	254
I. Modelle asymmetrischer Informationsverteilung. . . . .	254
1. Winner's curse ( <i>Rock</i> ) . . . . .	254
a) Das Modell von <i>Rock</i> . . . . .	255
b) Empirie . . . . .	256
(1) Ex-ante Unsicherheit . . . . .	256
(2) Break-even für uninformede Investoren. . . . .	257
(3) Reputation der Emissionsbank. . . . .	258
c) Stand der Diskussion . . . . .	259
(1) Plausibilität in ruhigen Marktphasen . . . . .	259
(2) Plausibilität in hot markets. . . . .	260
d) Zwischenergebnis. . . . .	261
2. Signaling ( <i>Allen/Faulhaber u. Welch</i> ). . . . .	261
a) Die Modelle . . . . .	261
b) Empirie . . . . .	262
c) Stand der Diskussion. . . . .	263
d) Zwischenergebnis. . . . .	264
3. Information revelation ( <i>Benveniste/Spindt</i> ) . . . . .	265
a) Das Modell . . . . .	265
b) Empirie . . . . .	267
c) Stand der Diskussion. . . . .	268
d) Zwischenergebnis. . . . .	271
4. Agency-Konflikte im Verhältnis zur Emissionsbank . . . . .	271
a) Screening models ( <i>Baron</i> ) . . . . .	272
b) Ad-hoc Erklärungsansätze . . . . .	273
(1) Agency-Konflikte bei Festsetzung des Ausgabepreises .	273
(2) Agency-Konflikte in hot markets . . . . .	275
c) Empirie . . . . .	275
d) Stand der Diskussion. . . . .	278
5. Agency-Konflikte zwischen Altaktionären und Unternehmensleitung . . . . .	281
a) Grundsatz . . . . .	281
b) Aktienoptionsprogramme . . . . .	281
c) Friends & family-Programme . . . . .	282
6. Zwischenergebnis. . . . .	282
II. Institutionelle Erklärungsansätze . . . . .	283
1. Lawsuit avoidance ( <i>Tinic</i> ) . . . . .	283
2. Price support ( <i>Ruud</i> ). . . . .	285
3. Tax ( <i>Rydqvist</i> ) . . . . .	286
III. Corporate Governance-Ansätze . . . . .	287
1. Kontrollerhalt ( <i>Brennan/Franks</i> ) . . . . .	287

2. Kontrollaufbau ( <i>Stoughton/Zechner</i> ) . . . . .	289
3. Resümee . . . . .	289
IV. Aktien-Allokation und <i>flipping</i> . . . . .	290
V. Ergebnis und ökonomische Schlußfolgerungen . . . . .	291
<b>§ 20 Rechtliche Folgerungen für Tochterbörsengänge (normale Marktphasen) . . . . .</b>	<b>293</b>
I. Pflichtenstandard bei Festsetzung des Ausgabepreises . . . . .	293
1. Stellungnahme zu bisherigen Lösungsansätzen . . . . .	293
a) 5%-Regel analog § 255 Abs. 2 AktG ( <i>Wunderlich</i> ) . . . . .	294
b) Indifferenz aufgrund bloßer Umverteilung ( <i>Kübler/Mendelson/Mundheim</i> ) . . . . .	295
c) <i>Underpricing</i> aus Gründen längerfristiger Attraktivität	297
2. Eigener Ansatz bzgl. Sorgfaltspflichtverletzungen . . . . .	298
a) Konkretisierung der Sorgfaltspflichten . . . . .	298
b) Marktliche Grenzen des Optimierungsgebotes und Beginn der Haftung . . . . .	300
c) Berücksichtigung des Ermessensspielraums . . . . .	301
d) Maßgeblicher Zeitpunkt . . . . .	304
e) Schaden der Gesellschaft . . . . .	305
f) Schaden der Aktionäre . . . . .	306
g) Zwischenergebnis . . . . .	307
3. Eigener Ansatz bzgl. Treuepflichtverletzungen nach § 93 AktG . . . . .	307
a) Friends & family . . . . .	308
b) Pflichtverletzung . . . . .	310
c) Kausalität und Schaden . . . . .	310
4. Zwischenergebnis . . . . .	310
II. Pflicht zur Wahl eines anderen Emissionsverfahrens? . . . . .	310
1. Festpreisverfahren . . . . .	311
2. Auktionsverfahren . . . . .	311
3. Zwischenergebnis . . . . .	312
4. Pflicht zur Wahl einer Vorerwerbsrechtsemission? . . . . .	313
III. Grenzen des Haftungsmodells . . . . .	313
1. Sorgfaltspflichtsverletzungen . . . . .	313
2. Treuepflichtverletzungen . . . . .	315
IV. Ergebnis . . . . .	316

6. Kapitel: Rechte auf bevorrechtigte Zuteilung (normale Marktphasen). . . . .	317
<i>§ 21 Dogmatische Grundlagen. . . . .</i>	319
I. Vorerwerbsrecht bei »jungen« Stücken oberhalb der Holzmüller-Schwelle . . . . .	319
1. »Junge« Stücke = Konzertypus . . . . .	320
2. Etablierung eines verlängerten Bezugsrechts in der »Holzmüller«-Entscheidung . . . . .	320
3. Verhältnis von Beschußkompetenz und verlängertem Bezugsrecht. . . . .	321
4. Verstoß gegen § 57 AktG? . . . . .	322
5. Zwischenergebnis. . . . .	322
II. Vorerwerbsrecht bei »alten« Stücken oberhalb der Holzmüller-Schwelle . . . . .	322
III. Vorerwerbsrecht bei »jungen« Stücken unterhalb der Holzmüller-Schwelle . . . . .	323
1. »Junge« Stücke = Konzertypus . . . . .	323
2. Treuepflichtgestützte Analogie zu § 186 Abs. 1 AktG . .	323
a) Planwidrige Regelungslücke. . . . .	324
b) Vergleichbare Interessenlage. . . . .	325
(1) Direkte Vermögensverwässerung . . . . .	326
(2) Größenordnung . . . . .	326
(3) Weiterführende Vermögensschäden im Konzertypus .	328
(4) Mediatisierung Stimmrecht (Konzertypus) . . . . .	328
(5) Kein Recht auf Durchgriffsquote?. . . . .	329
(6) Zwischenergebnis . . . . .	329
c) Verstoß gegen Gleichbehandlungsgebot?. . . . .	329
d) Verstoß gegen § 123 UmwG? . . . . .	331
e) Praktische Einwände . . . . .	332
(1) Auswirkungen auf Ausgabepreis. . . . .	333
(2) Einflußnahme auf Aktiöärssstruktur. . . . .	333
(a) Privilegierte Zuteilungspakete. . . . .	334
(b) Am Markt zu platzierende Emissionstranche. .	334
(3) Abwicklungsprobleme . . . . .	335
f) Verstoß gegen § 57 AktG? . . . . .	335
g) De Minimis-Regel?. . . . .	336
h) Zwischenergebnis. . . . .	336
3. Treuepflicht als Grundlage bevorrechtigter Aktiöärsbeteiligung . . . . .	336
a) Grundlagen . . . . .	338
b) Treuepflichten beim Tochterbörsengang . . . . .	339

(1) Organpflichten. . . . .	339
(2) Treuepflicht der Gesellschaft. . . . .	339
c) Stellungnahme (Konzerntypus) . . . . .	340
(1) Bezugspunkt: Vermögensverwässerung. . . . .	340
(2) Einschränkungen . . . . .	342
d) Gegenargumente . . . . .	343
(1) Verstoß gegen innerverbändliche Haftungsordnung? . . . . .	343
(2) Verstoß gegen Geschäftschancenlehre? . . . . .	344
(3) De minimis? . . . . .	344
(4) Verstoß gegen § 57 AktG . . . . .	344
e) Bezugspunkt: Strukturelle Agency-Konflikte . . . . .	345
4. Zwischenergebnis. . . . .	349
 IV. Vorerwerbsrecht bei »alten« Stücken unterhalb der Holzmüller-Schwelle? . . . . .	350
1. »alte« Stücke = Veräußerungstypus . . . . .	350
2. Vorerwerbsrecht kraft Mitgliedschaft? . . . . .	350
3. Vorerwerbsrecht kraft Treuepflicht? . . . . .	351
V. Zwischenergebnis . . . . .	352
 § 22 Vorfrage: Effizienz des Bezugssrechtssystems bei Kapitalerhöhungen	353
I. Ineffizienzen aufgrund Anwendungsbreite . . . . .	354
1. Kapitalerhöhungen ohne breite Streuung. . . . .	354
2. Zwingender Charakter bei Barkapitalerhöhungen? . . . . .	357
a) § 186 Abs. 3 S. 4 AktG . . . . .	358
b) § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG . . . . .	359
3. Zwischenergebnis. . . . .	360
II. Ineffizienz bei angestrebter breiter Streuung? . . . . .	360
1. These: Strukturelle Unterlegenheit . . . . .	360
2. Zweifel aufgrund der bisherigen Untersuchung . . . . .	361
3. Hauptargument: Zeitnachteile . . . . .	362
a) Absoluter Zeitaufwand (Kontrahierungsfristen) . . . . .	363
b) Kosten aufgrund einer Gefahr des Scheiterns (Stillhaltefristen) . . . . .	367
c) Gefahr des Scheiterns . . . . .	369
d) Zwischenergebnis. . . . .	370
4. Weitere mögliche Nachteile einer discounted rights offer (neoinstitutionelle Sicht). . . . .	370
5. Vorteile einer Direktplatzierung . . . . .	373
III. Zwischenergebnis . . . . .	374
IV. Nachteile bei Irrationalitäten in <i>hot markets</i> (Behavioral Finance) . . . . .	376

1. Empirische Befunde . . . . .	376
2. Vorteilhaftigkeit für Altaktionäre? . . . . .	378
3. Marktweite und regulative Implikationen . . . . .	379
V. Ergebnis. . . . .	381
<i>§ 23 Platzierung mittels reinen Vorerwerbsrechtsverfahrens</i> . . . . .	383
I. Ausgestaltung . . . . .	383
1. Regelfall: Mittelbare Vorerwerbsrechtsemission. . . . .	384
2. Reichweite. . . . .	385
a) Auslandsplatzierung . . . . .	385
b) Aufnahme von Paketaktionären. . . . .	386
c) Mitarbeiter-Programme . . . . .	386
d) Friends & family . . . . .	387
e) Greenshoe? . . . . .	387
f) Spitzenbeträge. . . . .	388
3. Platzierungsverfahren . . . . .	388
a) Vorerwerbsangebot . . . . .	389
b) Vorerwerbsfrist . . . . .	389
c) Festlegung des Vorerwerbspreises. . . . .	390
d) Ermittlung des Vorerwerbspreises . . . . .	392
e) Annahme des Vorerwerbsangebotes . . . . .	392
f) Vorerwerbsrechtshandel . . . . .	393
4. Verwertung der »freien« Stücke . . . . .	394
II. Folgen und Folgenbewertung. . . . .	395
1. Szenario I = gleicher Ausgabepreis, gleicher Sekundärmarktpreis. . . . .	395
2. Szenario II = geringerer Ausgabepreis, gleicher Sekundärmarktpreis . . . . .	396
a) Ökonomische Folgenbewertung . . . . .	397
b) Rechtliche Folgen. . . . .	398
3. Unsicherheit über Nichtaufnahmefrage . . . . .	399
4. Nachteile aufgrund fehlender direkter Beeinflussung des Investorenkreises? . . . . .	400
a) Preisdruck im unmittelbaren Sekundärmarkt? . . . . .	401
b) Behinderung der Langzeitentwicklung der Tochter? . . . . .	402
5. Zwischenergebnis. . . . .	404
III. Verstoß gegen § 57 AktG . . . . .	405
1. Grundlagen . . . . .	405
2. Reformdebatte . . . . .	406
IV. Ergebnis. . . . .	407

§ 24 Platzierung mittels Sachdividende . . . . .	408
I. Ausgangslage . . . . .	408
II. Grundlagen der Sachdividende . . . . .	409
III. Folgen und Folgenbewertung . . . . .	410
IV. Buchwert oder Marktwert? . . . . .	411
V. Grenzen . . . . .	413
VI. »Vorerwerbsrecht« in Form der Sachdividende? . . . . .	414
1. Initiativrecht der Hauptversammlung? . . . . .	414
2. Folgerungen für ein etwaiges Vorerwerbsrecht . . . . .	417
VII. Ergebnis . . . . .	417
§ 25 Platzierung mittels kombinierter Emissionsverfahren . . . . .	418
I. Starres Vorerwerbsrecht bzw. Zuteilungsprivileg . . . . .	418
II. Flexibilisiertes Vorerwerbsverfahren bzw. Zuteilungsprivileg	419
1. Situation bei Kapitalerhöhungen am Sekundärmarkt . . . . .	420
2. Direkte Übertragung auf den Tochterbörsengang? . . . . .	421
3. Zeitpunkt der Quoten-Festsetzung . . . . .	421
4. Ausgestaltung und Ablauf . . . . .	422
a) bei Einräumung eines Zuteilungsprivilegs . . . . .	422
b) bei Einräumung eines Teilvorerwerbsrechts . . . . .	422
5. Folgen und Folgenbewertung . . . . .	424
6. Verstoß gegen § 57 AktG? . . . . .	424
III. Ergebnis . . . . .	425
§ 26 Vom flexibilisierten Vorerwerbsverfahren zum Teilvorerwerbsrecht? . . . . .	426
I. Begründbarkeit eines Teilvorerwerbsrechts . . . . .	426
II. Gegenargumente . . . . .	427
1. Relative Bedeutungsverwässerung . . . . .	427
2. Marktversagen als zentrale Voraussetzung von Regulierung . . . . .	428
3. Kosten der Regulierung . . . . .	430
a) Komplizierung des Rechtssystems . . . . .	430
b) Wahl von Regelungsform und Regelungsebene . . . . .	430
c) Wettbewerb als Entdeckungsverfahren . . . . .	432
4. Nachteile im Wettbewerb der Regelgeber . . . . .	433
III. Ergebnis . . . . .	437

7. Kapitel: Besonderheiten in <i>hot markets</i> . . . . .	439
§ 27 Wirtschaftlicher Hintergrund. . . . .	439
I. Entstehung von <i>hot markets</i> . . . . .	439
1. Faktoren auf Anbieterseite. . . . .	440
2. Faktoren auf Nachfragerseite . . . . .	441
a) Impresario hypothesis ( <i>Shiller</i> ) . . . . .	441
b) Informational cascades ( <i>Welch</i> ) . . . . .	443
3. Zwischenergebnis. . . . .	443
II. Erklärungsansätze für long run underperformance . . . . .	444
1. Temporäre Überbewertungen. . . . .	445
a) Heterogener Erwartungshorizont ( <i>Miller</i> ) . . . . .	445
b) Big winner hypothesis ( <i>Loughran/Ritter</i> ) . . . . .	446
c) Overreaction . . . . .	446
d) Fads . . . . .	447
2. Theoretische Implikationen und Empirie . . . . .	448
a) Limits of arbitrage . . . . .	448
(1) Allgemeine Transaktionskosten der Arbitrage . . . . .	448
(2) Short sale constraints . . . . .	450
(3) Noise trader risk. . . . .	451
(4) Positive feed-back strategies . . . . .	455
b) Empirische Indizien . . . . .	457
(1) Excess volatility . . . . .	457
(2) Langzeit-Anomalien . . . . .	458
(a) Performance nach Kapital- und Restrukturierungsmaßnahmen. . . . .	458
(b) Size effect und value stock effect. . . . .	459
(3) Direkte Indizien des Einflusses überoptimistischer Investoren . . . . .	460
(4) Closed-end-fund puzzle . . . . .	462
(5) Parent company puzzle . . . . .	462
c) Zwischenergebnis. . . . .	463
3. Gestörte Lernprozesse und Marktauslese . . . . .	464
a) Irrationale Investoren . . . . .	464
(1) Limitierte Auslese. . . . .	464
(2) Self-attribution bias . . . . .	465
(3) Hindsight bias . . . . .	465
b) Professionelle Marktteilnehmer . . . . .	466
4. Zusammenfassung . . . . .	467
III. Gegenpositionen . . . . .	467
1. Argument: Zufall. . . . .	467
2. Argument: Methodenfehler . . . . .	467
3. Stand der Diskussion. . . . .	469

IV. Zwischenergebnis . . . . .	471
§ 28 <i>Erklärungsansätze für underpricing in hot markets</i> . . . . .	473
I. Verschärzte Principal-Agent-Konflikte . . . . .	474
1. Agency-Konflikte zwischen Emittent und Emissionsbank	474
a) Insbesondere: <i>kick-back business</i> . . . . .	475
b) Insbesondere: <i>spinning</i> . . . . .	476
2. Agency-Konflikte zwischen Unternehmensleitung und Altaktionären . . . . .	477
3. Zwischenergebnis . . . . .	477
II. Zufriedenheits-Hypothese ( <i>Loughran/Ritter</i> ) . . . . .	477
1. Kerngedanke . . . . .	478
2. Empirie . . . . .	479
3. Zwischenergebnis . . . . .	480
III. Kooperations-Hypothese ( <i>Ljungqvist/Nanda/Singh</i> ) . . . . .	480
1. Das Modell . . . . .	481
2. Empirie . . . . .	483
a) Reputation des Konsortialführers . . . . .	483
b) Lock up provisions . . . . .	484
c) Stock flipping . . . . .	485
d) Desinvestitionsverhalten institutioneller Investoren . .	486
e) Underpricing und long run underperformance . . . .	487
f) Partial adjustment phenomenon . . . . .	488
3. Stand der Diskussion . . . . .	488
4. Zwischenergebnis . . . . .	490
IV. Zusammenfassung . . . . .	490
§ 29 <i>Allgemeine Folgerungen und Implikationen für hot markets</i> . . . . .	491
I. Janusköpfigkeit des Bookbuilding . . . . .	491
II. Überblick über Konsequenzen einer Kapitalaufnahme zu überhöhtem Kurs . . . . .	492
1. Folgen auf Seite der Emittenten . . . . .	493
a) Anreize zur Teilhabe an der Überbewertung . . . .	494
b) Langzeiteffekte im Unternehmen . . . . .	494
2. Folgen auf Finanzierungsseite . . . . .	495
3. Resümee . . . . .	498
III. Begrenztes Regelungsinstrumentarium bei »normalen« IPOs	498
1. Normadressat: Irrationale Investoren . . . . .	498
2. Normadressat: Rationale Marktteilnehmer . . . . .	500

a) § 20 a WpHG . . . . .	500
b) Gleichbehandlung bei der Aktienallokation . . . . .	502
3. Zusammenfassung . . . . .	503
§ 30 Rechtliche Implikationen betreffend Tochterbörsengänge . . . . .	503
I. Ergänzung der Diskussion um die Motive eines Tochterbörsengangs . . . . .	503
II. Schwierigkeiten bei Trennung der verschiedenen Marktphasen	505
III. Maßgeblichkeit des Börsenkurses in <i>hot markets</i> . . . . .	505
§ 31 Konkretisierung des »Haftungsmodells« ( <i>hot markets</i> ) . . . . .	508
I. Stellungnahme zu bisherigen Lösungsansätzen . . . . .	509
1. Haftung bei »übermäßig hohem« <i>underpricing</i> . . . . .	509
2. Unbeachtlichkeit der unmittelbaren Sekundärmarktkurse .	512
3. Kein Sorgfaltswiderstoß bei Orientierung am niedrigeren <i>fair value</i> ? . . . . .	512
II. Eigener Ansatz bzgl. der Preisfestsetzung im Bookbuilding .	514
1. Negativfolgen beim Veräußerungstypus . . . . .	515
2. Negativfolgen beim Konzertypus . . . . .	515
a) Aktionärsstruktur und Langzeitperformance . . . . .	516
b) Reputationseffekte bei Korrektur der Überbewertung .	517
c) Anreizstruktur in der Tochter . . . . .	518
d) Marktliche Kontrollstruktur in der Tochter . . . . .	519
3. Absenkung des Ausgabepreises = untaugliches Mittel . .	519
4. Folgerung: Unauflösbarer Zielkonflikt . . . . .	520
5. Grenzen der Optimierungspflicht und Beginn der Haftung	521
III. Eigener Ansatz bzgl. weitergehender Sorgfaltspflichten . . .	521
1. Pflichten bei Wahl des Emissionsverfahrens . . . . .	521
2. Pflichten bei der Grundentscheidung über einen <i>equity carve-out</i> . . . . .	522
a) Basis-Kalkulation . . . . .	522
b) Berücksichtigung von Vorbereitungsfolgekosten . .	523
c) Einbeziehung von Langzeiteffekten . . . . .	524
d) Insbesondere: Kosten der Rückeingliederung . .	524
3. Unternehmerisches Ermessen . . . . .	527
IV. Zwischenergebnis . . . . .	528

§ 32 Folgerungen für Vorerwerbsrechtsemissionen (hot markets) . . . . .

I.	Folgen einer Vorerwerbsrechtsemission auf die Preisbildung	
1.	Szenario III = gleicher Ausgabepreis, gleicher Sekundärmarktpreis	· · · · ·
	a) Ersparte Vermögensverwässerung	· · · · ·
	b) Langzeitperformance	· · · · ·
2.	Szenario IV = geringerer Ausgabepreis, geringere Sekundärmarktpreise	· · · · ·
II.	Weitergehende Folgen und Folgenbewertung	· · · · ·
1.	Risiken	· · · · ·
	a) Unsicherheit über Nichtaufnahmefrage	· · · · ·
	b) Preisdruck im unmittelbaren Sekundärmarkt	· · · · ·
	c) Behinderung der Langzeitentwicklung der Tochter	· · · · ·
2.	Reduzierung des spekulativen mispricing	· · · · ·
	a) Anreizstruktur in der Tochter	· · · · ·
	b) Marktliche Kontrollstruktur	· · · · ·
	c) Aktionärsstruktur und Langzeitperformance	· · · · ·
3.	Veränderte Anreizstruktur des Muttervorstands	· · · · ·
	a) Entschärftes Optimierungsproblem bei Preisfestsetzung	· · · · ·
	b) Grundentscheidung	· · · · ·
	c) Reduzierung des <i>catering</i> -Anreizes	· · · · ·
4.	Weitergehender Einfluß auf Langzeiteffekte	· · · · ·
	a) Reputationswirkungen	· · · · ·
	b) Insbesondere: Rückintegration	· · · · ·
5.	Verbesserte marktliche Funktion des Tochterbörsengangs	· · · · ·
6.	Funktionsüberlappung: Verbesserter Konzerneingangsschutz	· · · · ·
III.	Ergebnis	· · · · ·

§ 33 Von der Vorerwerbsrechtsemission zum Vorerwerbsrecht in hot markets . . . . .

I.	Form des Emissionsverfahrens	· · · · ·
II.	Kein Verstoß gegen § 57 AktG	· · · · ·
III.	Rechtliche Anknüpfungspunkte	· · · · ·
1.	Konzerntypus	· · · · ·
	a) Analogie zu § 186 Abs. 1 AktG	· · · · ·
	b) Marktphasenunabhängige Treuepflichten	· · · · ·
	(1) Bezugspunkt: Vermögensverwässerung	· · · · ·
	(2) Bezugspunkt: Agency-Konflikte	· · · · ·
	c) Zwischenergebnis	· · · · ·

2. Typenunabhängige Treuepflicht in hot markets . . . . .	560
IV. Gegenargumente . . . . .	562
1. Unzulässige Einschränkung beim Veräußerungstypus? .	563
2. Relative Bedeutungsverwässerung? . . . . .	563
3. Verfahren und Rechtsfolgen als Komplizierung des Rechtssystems? . . . . .	564
4. Marktversagen . . . . .	564
5. Kosten der Regulierung . . . . .	567
V. Ergebnis . . . . .	567
Zusammenfassung in Thesen. . . . .	569
 Literaturverzeichnis . . . . .	581
Stichwortverzeichnis . . . . .	611