

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	Rechtliche Folgerungen für Tochterbörsengänge	

<i>6. Kapitel: Rechte auf bevorrechtigte Zuteilung (normale Marktphasen).</i>	317
§ 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
 <i>7. Kapitel: Besonderheiten in hot markets</i>	439
§ 27 Wirtschaftlicher Hintergrund	439
§ 28 Erklärungsansätze für <i>underpricing</i> in <i>hot markets</i>	473
§ 29 Allgemeine Folgerungen und Implikationen für <i>hot markets</i>	491
§ 30 Rechtliche Implikationen betreffend Tochterbörsengänge	503
§ 31 Konkretisierung des »Haftungsmodells« (<i>hot markets</i>)	508
§ 32 Folgerungen für Vorerwerbsrechtsemissionen (<i>hot markets</i>)	529
§ 33 Von der Vorerwerbsrechtsemission zum Vorerwerbsrecht in <i>hot markets</i>	545
 <i>Zusammenfassung in Thesen</i>	569

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 ex ante	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
§ 4 <i>England</i>	36
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
§ 5 <i>Zusammenfassung und Schlußfolgerungen</i>	61
2. Kapitel: Rechtsökonomische Grundlagen	66
§ 6 <i>Ausgangslage</i>	67
I. Untersuchungsgegenstand	68
II. Rechtsökonomischer Anknüpfungspunkt.	69

§ 7	<i>Neoklassik und Neue Institutionenökonomie</i>	72
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 Vorstands- handelns am Gesellschaftsinteresse	79
	4. Zusammenfassung	80
III.	Rationalitätsannahmen	81
	1. Der homo oeconomicus der Neoklassik	81
	a) Erwartungsnutzentheorie (<i>Neumann/Morgenstern</i>) . .	82
	b) Risikopräferenzen	84
	2. Bounded rationality in der Institutionenökonomie	85
IV.	Traditioneller Neoinstitutionalismus in der Kapitalmarkt- theorie	86
	1. Efficient capital market hypothesis (<i>Fama</i>)	87
	2. Informationseffizienz des Kapitalmarktes	88
	3. Allokationseffizienz des Kapitalmarktes	92
	a) Verhältnis von <i>fair value</i> und Börsenkurs	92
	b) Abweichungen in alloktionseffizienten Märkten . . .	93
	4. Überschneidungen von Allokations- und Informations- effizienz	93
V.	Zusammenfassung	95
§ 8	<i>Behavioral Finance</i>	95
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 (<i>Kahneman/Tversky</i>)	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
§ 9 <i>Folgerungen für die weitere Untersuchung</i>	119
3. Kapitel: Motive und Folgen von Tochterbörsengängen	121
§ 10 <i>Ausgangspunkt = Positive announcement-Effekte</i>	123
I. Spin-offs	124
II. Equity carve-outs	125
III. Andere Restrukturierungsinstrumente	125
IV. Kapitalerhöhungen	126
§ 11 <i>These: equity carve-outs als Instrument der Effizienzsteigerung</i>	126
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

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 Tochter- gesellschaft.	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
§ 12 <i>Gegenthese: equity carve-out als Finanzierungsinstrument</i>	162
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
§ 13 Ergebnis und Schlußfolgerungen	171
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
§ 14 Gesetzliche Zuständigkeitsverteilung	177
I. Grundsatz	177
II. Kapitalerhöhung in der Tochtergesellschaft.	178
III. Beteiligungsveräußerung	179
IV. Zuständigkeit nach § 179 a AktG.	179
V. Unterschreitung des Unternehmensgegenstandes.	179
§ 15 Grundlagen ungeschriebener Hauptversammlungszuständigkeiten	181
I. Von »Holzmüller« zu »Gelatine«.	181
II. Dogmatische Grundlagen.	184
III. Schutzkonzept und Konzernleitungskontrolle nach »Gelatine«	186
IV. Schutzzwecke ungeschriebener Hauptversammlungszuständigkeiten	187
§ 16 Folgerungen für die Börseneinführung von Tochtergesellschaften.	189
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 pars pro toto Konzerntypus	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 Konzerntypus	214
e) Entfall bei Zustimmung im Moment der Konzern- bildung?	215
3. Ergebnis	216
II. Mitwirkungsbefugnisse bei Beteiligungsveräußerung	217
1. Beteiligungsveräußerung als pars pro toto 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 Grundlagen	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. Marktakzeptanz	240
§ 18 Empirische Beobachtungen am Primärmarkt	241
I. Underpricing-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 uninformierte 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
§ 20 Rechtliche Folgerungen für Tochterbörsengänge	
(normale Marktphasen).	293
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. Sorgfaltspflichtenverletzungen	313
2. Treuepflichtverletzungen	315
IV. Ergebnis.	316

6. Kapitel: Rechte auf bevorrechtigte Zuteilung (normale Marktphasen).	317
§ 21 Dogmatische Grundlagen.	319
I. Vorerwerbsrecht bei »jungen« Stücken oberhalb der Holzmüller-Schwelle	319
1. »Junge« Stücke = Konzerntypus	320
2. Etablierung eines verlängerten Bezugsrechts in der »Holzmüller«-Entscheidung	320
3. Verhältnis von Beschlußkompetenz 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 = Konzerntypus	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 Konzerntypus	328
(4) Mediatisierung Stimmrecht (Konzerntypus).	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 Aktionärsstruktur.	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 Aktionärsbeteiligung	336
a) Grundlagen	338
b) Treuepflichten beim Tochterbörsengang.	339

(1) Organpflichten.	339
(2) Treuepflicht der Gesellschaft.	339
c) Stellungnahme (Konzernotypus).	340
(1) Bezugspunkt: Vermögensverwässerung.	340
(2) Einschränkungen	342
d) Gegenargumente	343
(1) Verstoß gegen innerverbandliche 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 Bezugsrechtssystems 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
§ 23 Platzierung mittels reinen Vorerwerbsrechtsverfahrens	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 Nichtaufnahmequote	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) <i>Impresario hypothesis (Shiller)</i>	441
b) <i>Informational cascades (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) <i>Big winner hypothesis (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 Restrukturierungs-	
maßnahmen.	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 Erklärungsansätze für <i>underpricing in hot markets</i>	473
I. Verschärfte 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 Allgemeine Folgerungen und Implikationen für <i>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 <i>Rechtliche Implikationen betreffend Tochterbörsengänge</i>	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 <i>Konkretisierung des »Haftungsmodells« (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 Sorgfaltsverstoß 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 Konzerntypus	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 (<i>hot markets</i>)	
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 Nichtaufnahmequote?	
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 Konzerneingangs- schutz	
III. Ergebnis.	
§ 33 Von der Vorerwerbsrechtsemission zum Vorerwerbsrecht in <i>hot markets</i>	
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