

JÖRN KOWALEWSKI

Das Vorerwerbsrecht der
Mutteraktionäre beim
Börsengang einer
Tochtergesellschaft

Mohr Siebeck

Jörn Kowalewski

Das Vorerwerbsrecht der Mutteraktionäre beim Börsengang
einer Tochtergesellschaft



Jörn Kowalewski

Das Vorerwerbsrecht der Mutteraktionäre beim Börsengang einer Tochtergesellschaft

Anlegeraktionärsschutz im Konzern
zwischen Neoklassik und Behavioral Finance
– eine juristische und ökonomische Analyse

Mohr Siebeck

Jörn Kowalewski, geboren 1969, studierte Rechtswissenschaft in Trier und Hamburg; seit 1995 selbständiger Außenhandelskaufmann; von 2002 bis 2006 wissenschaftlicher Mitarbeiter am Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht; 2002 Forschungsaufenthalt an der NYU und an der Stern School of Business, New York; seit 2006 Rechtsanwalt in Hamburg.

ISBN 978-3-16-149505-2 / eISBN 978-3-16-162944-0 unveränderte eBook-Ausgabe 2024

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

© 2008 Mohr Siebeck Tübingen.

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 aus der Bembo-Antiqua gesetzt, auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und von der Großbuchbinderei Spinner in Ottersweier gebunden.

Meinem Vater

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Sommersemester 2007 von der Fakultät für Rechtswissenschaften der Universität Hamburg als Dissertation angenommen. Sie entstand im wesentlichen während meiner Zeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht in Hamburg.

Mein erster Dank gilt meinem verehrten Doktorvater, Herrn Professor Dr. Dr. Dr. h. c. mult. Klaus J. Hopt, der seine akademischen Schüler mit einer einzigartigen Mischung aus fordernder Strenge und großer persönlicher Herzlichkeit bei Erstellung ihrer Arbeiten in wunderbarer Form unterstützt und mir dabei nicht nur stets mit Rat beiseitestand, sondern mich auch darin bestärkte, den eingeschlagenen Weg fortzugehen und die Brüche der modernen Kapitalmarktforschung nicht beiseite zu schieben, sondern im Gegenteil zur Grundlage der rechtlichen Analyse zu machen. Danken möchte ich zudem dem Korreferenten innerhalb des Promotionsverfahrens, Herrn Professor Dr. Hans-Bernd Schäfer, Direktor des Graduiertenkollegs Recht und Ökonomie an der Universität Hamburg, für die Erstellung des inhaltlich dezidierten und anregenden Zweitgutachtens.

Wesentlich geprägt ist die Arbeit durch einen mehrmonatigen Forschungsaufenthalt an der New York University School of Law und der Stern School of Business, New York, sowie durch intensive Gespräche mit Professor Alexander Ljungqvist, dem ich für seine zahlreichen Anregungen und kritischen Nachfragen herzlich danke. Auch den Professoren Katharina Pistor (Columbia), Marcel Kahan (NYU) und Hartmut Schmidt (Hamburg) bin ich für die Gelegenheit dankbar, über Teilfragen der Arbeit offen und kontrovers diskutiert haben zu können. Sie alle haben den argumentativen Aufbau der Arbeit beeinflusst.

Für manch wertvolles Gespräch und persönliche Unterstützung bei Erstellung der Arbeit danke ich zudem Alexander Hellgardt, Max Birke und Jacob Hanisch. Ein besonderer Dank gebührt dabei Maren Jüttner, deren Rat mir immer besonders wichtig ist, und die zudem die undankbare Aufgabe des Korrekturlesens übernommen hat.

Mein größter Dank gilt jedoch meiner Frau Ines, die mir erst die innere Kraft und Ruhe gab, der es zur Bewältigung des Dissertationsvorhabens bedurfte, und ohne die ich nicht wäre, was ich bin. Gleiches gilt für meine Mutter, deren Bedeutung für mich ich mit Worten nicht beschreiben kann, und für meinen verstorbenen Vater. Ihm ist die Arbeit gewidmet.

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 (normale Marktphasen).	293

6. Kapitel: Rechte auf bevorrechtigte Zuteilung (normale Marktphasen).	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
7. Kapitel: Besonderheiten in hot markets	439
§ 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
Zusammenfassung in Thesen	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 Vorstandshandelns 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 Kapitalmarkttheorie.	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 allokatationseffizienten 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 <i>Ergebnis und Schlußfolgerungen</i>	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 <i>Gesetzliche Zuständigkeitsverteilung</i>	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 <i>Grundlagen ungeschriebener Hauptversammlungszuständigkeiten</i>	181
I. Von »Holzmüller« zu »Gelatine«.	181
II. Dogmatische Grundlagen	184
III. Schutzkonzept und Konzernleitungskontrolle nach »Gelatine«	186
IV. Schutzzwecke ungeschriebener Hauptversammlungszuständigkeiten	187
§ 16 <i>Folgerungen für die Börseneinführung von Tochtergesellschaften</i>	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. <i>Underpricing</i> -Phänomen	242
1. Zum Begriff <i>underpricing</i>	242
2. <i>Underpricing</i> bei IPOs.	244
3. <i>Underpricing</i> 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 <i>underpricing</i>	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</i> u. <i>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*

(<i>normale Marktphasen</i>).	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 <i>Dogmatische Grundlagen</i>	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 <i>Wirtschaftlicher Hintergrund</i>	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 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 equity carve-out	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 <i>Folgerungen für Vorerwerbsrechtsemissionen (hot markets)</i>	529
I. Folgen einer Vorerwerbsrechtsemission auf die Preisbildung	529
1. Szenario III = gleicher Ausgabepreis, gleicher Sekundärmarktpreis	529
a) Ersparte Vermögensverwässerung	530
b) Langzeitperformance.	530
2. Szenario IV = geringerer Ausgabepreis, geringere Sekundärmarktpreise.	532
II. Weitergehende Folgen und Folgenbewertung	534
1. Risiken.	534
a) Unsicherheit über Nichtaufnahmequote?	534
b) Preisdruck im unmittelbaren Sekundärmarkt?	535
c) Behinderung der Langzeitentwicklung der Tochter?	535
2. Reduzierung des spekulativen mispricing	536
a) Anreizstruktur in der Tochter.	536
b) Marktliche Kontrollstruktur	536
c) Aktionärsstruktur und Langzeitperformance	536
3. Veränderte Anreizstruktur des Muttervorstands	537
a) Entschärftes Optimierungsproblem bei Preisfestsetzung	537
b) Grundentscheidung	538
c) Reduzierung des <i>catering</i> -Anreizes.	538
4. Weitergehender Einfluß auf Langzeiteffekte.	538
a) Reputationswirkungen.	539
b) Insbesondere: Rückintegration	539
5. Verbesserte marktliche Funktion des Tochterbörsengangs	541
6. Funktionsüberlappung: Verbesserter Konzerneingangs- schutz	543
III. Ergebnis.	544
§ 33 <i>Von der Vorerwerbsrechtsemission zum Vorerwerbsrecht in hot markets</i>	545
I. Form des Emissionsverfahrens	545
II. Kein Verstoß gegen § 57 AktG	546
III. Rechtliche Anknüpfungspunkte	552
1. Konzerntypus.	553
a) Analogie zu § 186 Abs. 1 AktG	553
b) Marktphasenunabhängige Treuepflichten	554
(1) Bezugspunkt: Vermögensverwässerung.	555
(2) Bezugspunkt: Agency-Konflikte	555
c) Zwischenergebnis.	560

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

Abkürzungsverzeichnis

ABI	Association of British Insurers
AJP	Aktuelle Juristische Praxis
AktG	Aktiengesetz
Am. Psych.	American Psychologist
Am.Econ.Rev.	The American Economic Review
Am.L.Econ.Rev.	American Law and Economic Review
AnlSchVG	Anlegerschutzverbesserungsgesetz
App. Div.	Appellate Division
APV	adjusted present value
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BCLC	Butterworth's Company Law Cases (England)
Bell J.o.Econ.	Bell Journal of Economics
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBL	Bundesgesetzblatt
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Zivilsachen
BHAR	buy and hold abnormal returns
BHER	buy and hold excess returns
Brook. L. Rev.	Brooklyn Law Review
BörsG	Börsengesetz
BörsZulV	Börsenzulassungs-Verordnung
BT-Drucks.	Bundestags-Drucksache
Bus.Law.	Business Lawyer
CA	Companies Act (England)
Cal. App. 2d	California Appellate Reports, 2nd Series
Cal.Corp.Code	California Corporation Code
Cal.Rptr.	California Reporter
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CAR	cumulative abnormal returns
CEO	chief executive officer
CESR	The Committee of European Securities Regulators
Col. L. Rev.	Columbia Law Review
CP	Consultation Paper
DAFOX	Deutscher Aktienforschungs-Index
DAX	Deutscher Aktien-Index
DBW	Die Betriebswirtschaft
Del.Gen.Corp.L.	Delaware General Corporation Law
DTI	Department of Trade and Industry (England)
Duke L.J.	Duke Law Journal

EBIT	earnings before interest and taxes
EBITDA	earnings before interest, taxes, depreciation and amortisation
EBLR	European Business Law Review
EBOR	European Business Organization Law Review
ECGI	European Corporate Governance Institute
ECMH	efficient capital market hypothesis
ed.	Editors
et al.	et alii
et seq.	et sequentes
Eur.Econ.Rev.	European Economic Review
Eur.Acc.Rev.	European Accounting Review
Eur.Fin.Man.	European Financial Management
Eur.Manag.J.	European Management Journal
EVA	economic value added
FASZ	Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
Fin.Man.	Financial Management
Fin.Rev.	The Financial Review
FFG	Finanzmarkt-Förderungsgesetz
Fn.	Fußnote
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
Harv.L.Rev.	Harvard Law Review
Harv.Bus.Rev.	Harvard Business Review
Hdb.	Handbuch
Hrsg.	Herausgeber
HWF	Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens
Inc.	Incorporation
IPO	Initial Public Offering
J. Banking & Fin.	Journal of Banking & Finance
J. Bus. Fin. & Account.	Journal of Business Finance & Accounting
J. L. & Econ.	Journal of Law and Economics
J. Risk Uncertainty	Journal of Risk and Uncertainty
J.Appl.Corp.Fin.	Journal of Applied Corporate Finance
J.Appl.Psych.	Journal of Applied Psychology
J.Bus.	Journal of Business
J.Corp.Fin.	Journal of Corporate Finance
J.Corp.L.	The Journal of Corporation Law
J.Corp.L.St.	Journal of Corporate Law Studies
J.Econ.Behav. & Organ.	Journal of Economic Behavior & Organization
J.Econ.Bus.	Journal of Economics and Business
J.Econ.Persp.	Journal of Economic Perspectives
J.Exper.Psychol.	Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance
J.Fin.	Journal of Finance
J.Fin.Econ.	Journal of Financial Economics

J.Fin.Interm.	Journal of Financial Intermediation
J.Fin.Quant.Anal.	Journal of Financial and Quantitative Analysis
J.Fin.Res.	Journal of Financial Research
J.L.&Econ.	Journal of Law and Economics
J.Pers.Soc.Psych.	Journal of Personality and Social Psychology
J.Pol.Econ.	The Journal of Political Economy
Jg.	Jahrgang
JMCB	Journal of Money, Credit and Banking
JZ	Juristenzeitung (Mohr Siebeck)
KapMuG	Gesetz zur Einführung von Kapitalanleger-Musterverfahren
KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis
KMRK	Kapitalmarktrechts-Kommentar
KöKo AktG	Kölner Kommentar zum Aktiengesetz
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
KuMaKV	Verordnung des Bundesministeriums der Finanzen zur Konkretisierung des Verbots der Kurs- und Marktpreismanipulation
M&A	Mergers & Acquisitions (Verlagsgruppe Handelsblatt)
MaKonV	Marktmanipulations-Konkretisierungsverordnung
Man.Science	Management Science
Manag.Acc.Res.	Management Accounting Research
Marketing Sci.	Marketing Science
Mass.	Massachusetts Reports
Mich.L.Rev.	Michigan Law Review
N.E. 2d	North Eastern Reporter, 2nd Series
N.S.	New Series
N.Y. 2d	New York Reporter, 2nd Series
N.Y.S. 2d	New York Supplement, 2nd Series
NAPF	National Association of Pension Funds (England)
NASD	National Association of Security Dealers (USA)
NJW	Neue Juristische Wochenzeitung
NYSE	The New York Stock Exchange
ÖBA	Österreichisches Bankarchiv
Oxford Rev.Econ.Pol.	Oxford Review of Economic Policy
P. 2d	Pacific Reporter, 2nd Series
Pacific-Basin Fin.J.	Pacific-Basin Finance Journal
Quart.J.Econ.	The Quarterly Journal of Economics
Rev.Econ.Stud.	Review of Economic Studies
Rev.Fin.Stud.	The Review of Financial Studies
Rev.Quant.Fin.Acc.	Review of Quantitative Finance and Accounting
RIW	Recht der Internationalen Wirtschaft
RJE	The RAND Journal of Economics
RMBCA	Revised Model Business Corporation Act

S.E.	Southern Reporter
sbr	Schmalenbach Business Review
SdK	Schutzvereinigung der Kapitalanleger
SEC	U.S. Securities and Exchange Commission
SEO	Seasoned Equity Offering
SI	Statutory Instrument
SIC-Code	Standard Industrial Classification Code
Sp.	Spalte
SSRN	Social Science Research Network
Stan.L.Rev.	Stanford Law Review
Stat.	United States Statutes at Large
stellv.	stellvertretend
SZW	Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
Tex.L.Rev.	Texas Law Review
TransPuG	Transparenz- und Publizitätsgesetz
U.Chi.L.Rev.	University of Chicago Law Review
U.Pa.L.Rev.	University of Pennsylvania Law Review
UCLA L. Rev.	University of California Law Review
UKLA	United Kingdom Listing Authority
UMAG	Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts
UmwG	Umwandlungsgesetz
Va.L.Rev.	Virginia Law Review
Vand.L.Rev.	Vanderbilt Law Review
VerkProspG	Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz
Willamette L.Rev.	Willamette Law Review
WpAIV	Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
Yale L.J.	The Yale Law Journal
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft
zfbf	Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZfgK	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht

§ 1 Einleitung

Zeiten ändern sich. Als mit Einführung des HGB im Jahre 1900 in dessen § 282 erstmals ein Bezugsrecht bei Kapitalerhöhungen in einer Aktiengesellschaft zugunsten der Altaktionäre gesetzlich verankert wurde, leitete den Gesetzgeber noch die Vorstellung, Kapitalerhöhungen erfolgten vielfach

»zum Zwecke der Agiotage und zwar im Interesse einer verhältnismäßig kleinen Zahl von Beteiligten [...], welche die übernommenen Aktien demnächst mit einem beträchtlichen Aufschlag an die Börse bringen.«

Und weiter steht in den Materialien zu lesen:

»In der That erscheint es nur billig, daß [...] dieser Gewinn thunlichst allen Aktionären zu Gute kommt.«¹

Erst später rückte ins Bewußtsein, daß die vorrangige Ratio des Bezugsrechts nicht in der Teilhabe an einer Ausgabe neuer Aktien über Wert, sondern gerade umgekehrt in der Verhinderung einer Ausgabe unter Wert liegen sollte. Der Normzweck des heutigen § 186 AktG zielt denn auch auf Schutz vor Verwässerung von Vermögen und Stimmrechtsmacht.²

Im Börsengesellschaftsrecht moderner Prägung, das vom Leitbild der börsennotierten Publikumsgesellschaft ausgehend aktienrechtliche Regelungen nicht allein verbandsrechtlich einordnet, sondern auf die Funktionszusammenhänge eines entwickelten Kapitalmarktes und die Effektivierung der Corporate Governance anzupassen sucht³, scheint das Bezugsrecht freilich wesentlich an Bedeu-

¹ Denkschrift zum Entwurf eines Handelsgesetzbuches, S. 168f.; vgl. auch RGZ 68, 235, 244 – »Hibernia«.

² BGHZ 71, 40 – »Kali & Salz«; BGHZ 83, 319 – »Holzmann«; *Wiedemann*, in: *GroßkommAktG*, 4. Aufl., § 186 Rd. 13; *MünchKommAktG/Peifer* § 186 Rd. 1; *Hüffer*, *AktG*, 6. Aufl., § 186 Rd. 2; *Krieger*, in: *MünchHdb AG*, § 56 Rd. 57; *Hirte*, *Bezugsrechtsausschluß und Konzernbildung*, S. 7ff.

³ Als Corporate Governance bezeichnet man – ohne daß eine einheitliche Definition existierte – die innere Organisation und Machtstruktur im Unternehmen, die Arbeitsweise der Leitungsorgane, die Eigentümerstruktur und die Beziehungen zwischen Unternehmensleitung, Aktionären und anderen am Unternehmen Beteiligten, oder kurz gesprochen: den rechtlichen und faktischen Ordnungsrahmen für die Leitung und Überwachung eines Unternehmens, vgl. *Hopt/Prigge*, in: *Hopt/Kanda/Roe/Wymeersch/Prigge*, *Comparative Corporate Governance* (1998), p. V; *Hopt*, *ZGR* 2000, 779, 782; v. *Werder*, in: *Hommelhoff/Hopt/v. Werder*, *Hdb. Corporate Governance* (2003), S. 4. Bei allen Unterschieden im Detail richtet die Corporate Governance die Einzelprobleme in einem »ganzheitlichen«, auch die vorliegende Arbeit prägenden

tung verloren zu haben. Für den normativen Idealtypus des Anlegeraktionärs, dessen Interesse sich ganz auf Schutz und Mehrung seines Vermögens reduziert,⁴ scheint der Erhalt seiner Stimmrechtsmacht ohne Funktion.⁵ Sollte dies im Einzelfall anders liegen, kann er an der Börse zukaufen.⁶ Auch des Schutzes vor Vermögensverwässerung scheint es nicht zu bedürfen, werden die neuen Aktien zum Börsenkurs platziert.⁷ In der juristischen Diskussion ist lediglich die Verwässerungsgefahr für den Fall, daß der Börsenkurs unterhalb des »inneren Wertes«⁸ der Aktie liegen sollte.⁹ Aus ökonomischer Sicht bestehen freilich auch diese Bedenken zu Unrecht. Zum einen scheint die Unterscheidung von Börsenkurs und »innerem Wert« nach dem führenden neoklassisch-neoinstitutionellen Kapitalmarktmodell fragwürdig. Jedenfalls für den Moment der Kapitalaufnahme sollte gelten: *Trust market prices*.¹⁰ Sodann sind für den Ökonomen nicht Einzelfälle, sondern statistisch signifikante Abweichungen vom Erwartungswert von Bedeutung. Empirisch weist aber – selbst wenn die kritische Prämisse, daß Börsenkurs und *fair value* in ökonomisch bedeutsamer Weise voneinander abweichen können, akzeptiert würde – nichts darauf, daß neue Aktien systematisch unterhalb ihres »inneren Wertes« ausgegeben werden. Und schließlich böte in einem solchen Fall ein Bezugsrecht auch nur einen begrenzten Schutz. Denn der Wert des Bezugsrechts richtet sich am Börsenkurs, nicht an einem etwaigen abweichenden *fair value* aus.¹¹ Veräußern Altaktionäre ihr Bezugsrecht, gehen sie also in glei-

Ansatz an der Grundfrage aus, wie eine sachgerechte Kontrolle in der Aktiengesellschaft zu bewerkstelligen ist – gleichgültig ob die in Rede stehenden Probleme gesellschafts- oder kapitalmarktrechtlich verankert sind, vgl. statt aller *Hopt*, FS Wiedemann, S. 1013, 1017.

⁴ Grundlegend für die Interessenanalyse des Kapitalanlegers *Hopt*, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, S. 83 ff., 289 ff.; für die Ausrichtung des Aktienrechts auf die Vermögensinteressen stellv. *Wiedemann*, Gesellschaftsrecht I, S. 488 ff.; *Müllbert*, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, S. 105 ff., 191 ff., 303 ff.; speziell für die Bezugsrechts-Debatte vgl. *Kübler/Mendelson/Mundheim*, AG 1990, 461, 466.

⁵ Für eine detaillierte Darstellung vgl. noch S. 25.

⁶ Vgl. nur *Kübler/Mendelson/Mundheim*, AG 1990, 461, 473; vgl. aber auch *Habersack*, Mitgliedschaft, S. 326; *Zöllner*, AG 2002, 585, 591.

⁷ Die Diskussion über eine mögliche Verwässerung des Dividenden- und Liquidationsanteils (vgl. hierzu *Lutter*, in: KöKo AktG, 2. Aufl., § 186 Rd. 58) kann ausgeblendet werden, da aus ökonomischer Perspektive nicht die Höhe der Dividendenzahlung, sondern der marktwertsteigernde Effekt der Kapitalerhöhung im Vordergrund steht, vgl. zu den grundlegenden Interessen noch S. 17 ff.; zur Marktwertorientierung S. 78 f.

⁸ Zur Begrifflichkeit vgl. noch detailliert S. 92 f.

⁹ Vgl. hierzu *Hoffmann-Becking*, in: FS Lieberknecht, S. 25, 29; *Kübler/Mendelson/Mundheim*, AG 1990, 461, 475; vgl. auch *Cahn*, ZHR 163 (1999), 554, 582 ff.

¹⁰ Hierzu noch ausführlich S. 92 ff.

¹¹ Der Wert des Bezugsrechts sollte – in vereinfachter Modellrechnung – dem Wertverwässerungseffekt der »alten« Aktien entsprechen, der bei Ausgabe »neuer« Aktien unterhalb des Börsenkurses entsteht, vgl. *Wiedemann*, in: Großkomm AktG, 4. Aufl., § 186 Rd. 222; *Hirte*, Bezugsrechtsausschluß und Konzernbildung, S. 7; vgl. für eine Bewertung auf Basis des *Black/Scholes*-Optionspreismodells und für andere komplexere Bewertungsansätze, die den während der Bezugsfrist bestehenden, werthaltigen Optionscharakter des Bezugsrechts und mögliche Zinseffekte berücksichtigen, stellv. *Terstege*, Bezugsrechte bei Kapitalerhöhungen, S. 131 ff. m. w. N.

cher Weise einem *hidden value* verlustig wie wenn die Neutranchen direkt am Markt platziert wird.¹² Umgekehrt kann jeder Aktionär versteckte Verwässerungseffekte durch Zukauf am Sekundärmarkt vermeiden.¹³ Schon aufgrund dieses Funktionsverlustes auf dem Rückzug, gilt das Bezugsrecht zudem seit längerem als eine im Vergleich zu einer Direktplatzierung ineffiziente, weil insbesondere langsamere Form der Kapitalerhöhung. Entsprechend kann es nicht überraschen, wenn jeder Versuch einer Ausdehnung dieses »dysfunktionalen und überflüssigen« Regelungsinstrumentes¹⁴ auf Skepsis stößt.

I. Tatsächliche und juristische Ausgangslage

Dieser Hintergrund mag einen Teil der Ablehnung erklären, die dem betriebswirtschaftlich von *Pellens*¹⁵ vorbereiteten Vorschlag *Lutters*¹⁶ entgegengeschlagen ist, im Falle des Börsengangs einer hundertprozentigen Tochtergesellschaft einer bereits börsennotierten Muttergesellschaft, auf die sich auch die vorliegende Arbeit beschränken soll¹⁷, das Bezugsrecht des § 186 AktG konzernweit fortzudenken und den Mutteraktionären ein Vorerwerbsrecht auf die Emissionstranche einzuräumen. Anlaß für diesen Vorschlag gab die in den Jahren 1999 und 2000 während der Hochphase des Neuen Marktes verstärkt zu beobachtende Entwicklung, daß große DAX-Gesellschaften strategisch bedeutsame, in sog. Zukunftsbranchen arbeitende Tochtergesellschaften an die Börse brachten. Besondere Aufmerksamkeit erregten insbesondere die mittels Bookbuilding durchgeführten Börsengänge der *Comdirect Bank AG* als Tochter der *Commerzbank AG*, der *T-Online International AG* als Tochter der *Deutschen Telekom AG* und der *Infineon Technologies AG* als Tochter der *Siemens AG*. Während sich die Erstzeichner,

¹² Vgl. nur *Schmidt/Terberger*, Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie, S. 434 ff.

¹³ Die Gesamtheit der Altaktionäre steht deshalb, kommt es bei unterbewertetem Börsenkurs zu einer Kapitalaufnahme, durch eine Bezugsrechtsemission nur dann besser, wenn Altaktionäre durch Andienung des Bezugsrechts langfristig mehr Neuaktien in ihr Portfolio nehmen als bei einer Direktplatzierung, vgl. für die spiegelbildliche Parallelüberlegung im Falle einer überbewerteten Emission noch für Kapitalerhöhungen S. 378 ff.; und für Vorerwerbsrechtsemissionen in *hot markets* S. 530 ff.

¹⁴ So ausdrücklich *Kübler/Mendelson/Mundheim*, AG 1990, 461, 465.

¹⁵ Grundlegend *Pellens*, Aktionärsschutz, S. 300 ff.; *ders.*, ZfbF 1993, 852 ff.; sowie *Pellens/Fühlbier*, FAZ v. 15.05.2000, S. 32; zuvor bereits *dies.*, Handelsblatt v. 15.03.2000, S. 2.

¹⁶ *Lutter*, AG 2000, 342 ff.; *ders.*, AG 2001, 349 ff.; vgl. auch bereits in Ansätzen *ders.*, FS Westermann, 1974, S. 347, 364 ff.; *Martens*, ZHR 147 (1983), 377, 413.

¹⁷ Die zu untersuchende Fragestellung ist deshalb in mehrfacher Hinsicht eingegrenzt: Aus der Perspektive eines idealtypischen Anlegeraktionärs steht der Börsengang einer 100%-igen Tochtergesellschaft in all jenen Fällen im Blick, in denen die Muttergesellschaft bereits im amtlichen Handel börsennotiert ist. Grundsätzlich hinaus fallen also Börsengänge, in denen die Muttergesellschaft nur ein Aktienpaket hält, es sei denn, Pakete werden erst – wie etwa im Falle *Comdirect* – im Zuge der Börsennotierung bei strategischen Partner – damals: *T-Online* – platziert. Auch wird grundsätzlich – aus Vereinfachungsgründen – davon ausgegangen, daß die Tochter ebenfalls im amtlichen Handel zugelassen werden soll.

die trotz vielfacher Überzeichnung der Neuemission in den Genuß einer Aktienzuteilung kamen, über hohe Zeichnungsgewinne¹⁸ am ersten Handelstag von ca. 25% bzw. 38% bzw. gut 100% freuten,¹⁹ hatten die Muttergesellschaften und mittelbar die Mutteraktionäre korrespondierende hohe Zeichnungsverluste, bzw. vorsichtiger formuliert: Abschläge zum unmittelbaren Sekundärmarktpreis zu beklagen, die den Ruf nach einer pro rata Zuteilung der Emissionstranche an die Aktionäre der Muttergesellschaft zum Schutz vor einer mittelbaren Vermögensverwässerung besonders dringend klingen ließen. Denn in diesem Fall wird aus Sicht der Mutteraktionäre der aus einer zu niedrigen Ausgabe der Tochteraktien entstehende mittelbare Vermögensverlust durch einen unmittelbaren Zeichnungsgewinn in gleicher Höhe neutralisiert.

Zeiten ändern sich indes auch hier. Nicht nur hat der gesamte Primärmarkt und haben deshalb auch Börsengänge von Tochtergesellschaften nach dem Zusammenbruch des Neuen Marktes 2000/2001 mehrere Jahre nahezu vollständig darnieder gelegen und ziehen erst seit 2005 langsam wieder an. Auch werden mittlerweile prominente Töchter, namentlich *T-Online* und die *freenet.de AG*, wieder in den Mutterkonzern reintegriert²⁰ – ein Vorgang, der bei Anlegern und Aktionärschützern breite »Empörung hervorrief«²¹ und zu bisher nicht rechtskräftig entschiedenen Anfechtungsklagen gegen die Verschmelzungsbeschlüsse in den Tochtergesellschaften führte.²² Der Hauptvorwurf geht dahin, die Tochtergesellschaften in Zeiten einer Baisse unterhalb ihres wahren Wertes von der Börse nehmen und auf diese Weise »Kasse machen« zu wollen.²³ Und in der Tat liegen die den

¹⁸ Rechtlich präziser wäre es, von Emissionsrenditen zu sprechen, da eine Zeichnung der Aktien i. S. v. § 185 AktG bei Platzierung alter Stücke überhaupt nicht und bei Platzierung junger Stücke bereits durch die Emissionsbanken erfolgt; entsprechend dem allgemeinen Sprachgebrauch (vgl. nur *Fleischer*, ZHR 165 (2001), 513, 516) wird jedoch der Begriff des Zeichnungsgewinns verwendet.

¹⁹ Übersichten bei *Wunderlich*, Börsengang von Tochtergesellschaften, S. 20; *Ziegler*, Börsengang von Tochtergesellschaften, S. 26 f.; die Höhe der Zeichnungsgewinne hängt davon ab, ob die Differenz zwischen Ausgabepreis und erstem Handelskurs oder dem Schlusskurs des ersten Handelstages gemessen wird; vgl. zu den Messmethoden noch S. 242 ff.

²⁰ Als Reintegrationsmethode ist bisher die Verschmelzung der Tochter- mit der Muttergesellschaft durch Aufnahme i. S. v. § 2 Nr. 2, §§ 4 ff. und §§ 60 ff. UmwG gewählt.

²¹ Vgl. FAZ v. 11. 10. 2004, S. 11: »Telekom-Pläne empören Aktionärsschützer«.

²² Gegen den Verschmelzungsbeschluß der Hauptversammlung der *freenet.de AG* v. 25. 08. 2005 zur Genehmigung des Verschmelzungsvertrages mit der Muttergesellschaft *MobilCom* sind Anfechtungsklagen erhoben, die erstinstanzlich abgewiesen sind, ohne daß bisher die Registersperre im Wege des Freigabeverfahrens aufgehoben worden wäre, vgl. Pressemitteilung der *freenet.de AG* vom 9. 06. 2006; zu den Hintergründen der Reintegration vgl. *Süddeutsche Zeitung* v. 27. 01. 05, S. 20: »Zurück zu MobilCom?«. – Das Freigabeverfahren zur Überwindung der Registersperre im Falle T-Online war hingegen in der Beschwerdeinstanz erfolgreich, vgl. OLG Frankfurt a. M., Beschluß v. 8. 02. 2006–12 W 185/05, ZIP 2006, 370. Die Entscheidung ist mittlerweile nach Verwerfung der Rechtsbeschwerde durch den BGH rechtskräftig, vgl. Handelsblatt v. 1. Juni 2006: »Telekom darf sich T-Online einverleiben.« Über die Anfechtungsklagen der Minderheitsaktionäre von T-Online gegen den Verschmelzungsbeschluß der Gesellschaft ist bisher hingegen nicht entschieden.

²³ Vgl. die Pressemitteilungen der SdK v. 25. 04. 2005 und vom 30. 05. 2005; auch der Vor-

Minderheitsaktionären der Tochtergesellschaft unterbreiteten Abfindungsangebote, wenn auch entsprechend der allgemeinen Marktentwicklung, so doch in absoluten Zahlen weit unterhalb der ehemaligen Ausgabepreise. Beispielsweise machte die *Telekom AG* im Oktober 2004 den aussenstehenden Aktionären von *T-Online* zunächst ein Barangebot von 8,99 € je Aktie und konnte hiernach ihren Anteil von knapp 75% auf gut 90% aufstocken. Der Verschmelzungsvertrag zwischen Mutter und Tochter vom März 2005, dem die Hauptversammlung der *T-Online AG* Ende April 2005 vornehmlich mit den Stimmen der Hauptaktionärin zustimmte, gewährte sodann *Telekom*-Aktien im Umtauschverhältnis 25:13, was zu diesem Zeitpunkt einem Wert von ca. 8,- € entsprach. Der Ausgabepreis der Aktien beim Börsengang im April 2000 lag hingegen bei 27,- €, die unmittelbaren Preise im Sekundärmarkt bewegten sich oberhalb von 35,- €.²⁴

Die vorliegende Arbeit hat indes nicht den etwaigen Börsenrückzug der Tochter, sondern deren Börsengang zum Gegenstand und fokussiert auf die von *Lutter* aufgeworfene Frage, ob den Mutteraktionären zum Schutz ihrer Interessen beim Börsengang einer 100%-igen Tochtergesellschaft aus Rechtsgründen ein Vorerwerbsrecht zusteht. In der bisherigen, im Volumen durchaus umfangreichen Diskussion ist diese Frage mehrheitlich ablehnend beschieden.

Die Gegner eines Vorerwerbsrechtes argumentieren in erster Linie mit rechtsdogmatischen Bedenken, namentlich der fehlenden Analogiefähigkeit zu § 186 AktG mangels Regelungslücke und Vergleichbarkeit sowie der fehlenden Anerkennung von Teilhaberechte begründenden Treuepflichten. Ergänzend weisen sie auf praktische Gefahren und Nachteile einer Vorerwerbsrechtsemission. Die Lösung suchen sie zum Teil in ungeschriebenen Kompetenzzuweisungen an die Hauptversammlung (sog. »Mitwirkungsmodell«)²⁵, ganz überwiegend jedoch im Verweis auf die allgemeinen Sorgfaltspflichten, denen der Muttervorstand bei seiner Entscheidung über »Ob« und »Wie« des Tochterbörsengangs unterliegt.²⁶ Für den regulativen Rückzug auf dieses sog. »Haftungsmodell«²⁷ streiten dabei – ob

stand von *T-Online* erklärte Anfang Dezember 2004 in einer Ad-hoc-Meldung, daß der angebotene Kaufpreis von 8.99 € »deutlich unter dem Unternehmenswert« von *T-Online* läge, vgl. FAZ v. 04. 12. 2004, S. 14: »T-Online: Telekom-Angebot zu niedrig«; hierzu *Hofmann/Krolop*, AG 2005, 866 ff.

²⁴ Für das Zahlenmaterial und weitere Informationen vgl. auch FAZ v. 22.01. 2005, S. 19: »Die Aktionäre von *T-Online* harren aus«; FAZ v. 27.01. 2005, S. 17: »T-Online-Umtauschangebot enttäuscht«.

²⁵ Vgl. nur *Wackerbarth*, AG 2002, 14; auch *Pellens*, zfbf 1993, 852, 858, 870; *Baums/Vogel*, in: *Lutter/Scheffler/Schneider* (Hrsg.), Hdb. Konzernfinanzierung, § 9 Rd. 55, 57.

²⁶ *Busch/Groß*, AG 2000, 503; *Ebke*, FAZ v. 2. Mai 2001, S. 50; *Habersack*, WM 2001, 545; *Fleischer*, ZHR 165 (2001), 513; *Fuchs*, in: Henze/Hoffmann-Becking (Hrsg.), RWS-Forum Gesellschaftsrecht 2001, 259; *Trapp/Schick*, AG 2001, 381; *Lüders/Wulff*, BB 2001, 1209; *Erber*, Aktionärsschutz beim Börsengang, S. 132 ff.; *Wunderlich*, Börsengang von Tochtergesellschaften, S. 125 ff., vgl. aber auch S. 235 ff.; vgl. im Ergebnis auch *Baums* (Hrsg.), Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, 2001, Rz. 165; vgl. zudem bereits *Mülbert*, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, S. 418, Fn. 261.

²⁷ Begriffsprägend *Fuchs*, in: Henze/Hoffmann-Becking (Hrsg.), RWS-Forum Gesellschaftsrecht 2001, 259, 263.

nur vordergründig oder nicht wird noch zu beantworten sein – neben der bereits skizzierten Skepsis gegenüber einer Ausdehnung des als ineffizient wahrgenommenen Bezugsrechts (und einer ganz ähnlichen Skepsis gegenüber einer weiteren Expansion der in ihrem sachlichen Anwendungsbereich ausufernden Holzmüller-Doktrin) prima facie gewichtige weitere Gründe.

So gilt der deutsche Kapitalmarkt nach wie vor als unterentwickelt, die Erleichterung von Börsengängen ist deshalb ausdrücklich angestrebt. Warum dann Tochterbörsengänge, die in den USA ohne Vorerwerbsrecht im Wege einer Direktplatzierung praktiziert werden (*equity carve-outs*), unnötig behindern? Warum überhaupt durch Rechtsfortbildung *de lege lata* regulativ in einen Markt eingreifen, nur weil vermeintlich in Einzelfällen der Ausgabepreis der Tochteraktien zu niedrig festgesetzt wurde? Ein derartiger Eingriff wäre nur gerechtfertigt, wenn in statistisch signifikanter Weise Ineffizienzen auftreten und ein Eingriff nicht seinerseits Kosten verursachte, die den (vermeintlichen oder tatsächlichen) Vorteil des Eingriffs überkompensierten. Es gilt deshalb, sich nicht allein – kurzfristig ansetzend – an wenigen spektakulären Fällen des Neuen Marktes zu orientieren, sondern in langfristiger Perspektive zu denken.²⁸ Denn: *hard cases make bad law*²⁹ und es besteht die Gefahr, statt zu reagieren überzureagieren³⁰. Dabei ist in besonderer Weise beachtlich, daß vor allem in den USA der Kapitalmarkt gemeinhin für weitgehend effizient erachtet wird. Die erste Handlungsanweisung bezüglich der Regulierung von Marktprozessen sollte deshalb lauten: Sowenig Eingriff wie möglich.

Wird mit dieser Maxime das Organisationsrecht durchgemustert, ist zu konstatieren, daß das deutsche Gesellschaftsrecht aus vielerlei Gründen – nicht allein wegen § 23 Abs. 5 AktG – als überreguliert gilt. Zudem sollten sich ausgereifte Rechtssysteme – anders als weniger ausdifferenzierte Rechtsordnungen von Transformationsstaaten – dadurch auszeichnen, daß starre Rechtsregeln durch flexible Rechtsinstitute abgelöst werden. Denn zwingende Normen beschränken den Raum für privatautonome Gestaltungen und verzögern die Anpassung auf sich wandelnde Lebenssachverhalte. Damit erscheinen sie schon ihrer Struktur nach als vergleichsweise ineffizientes Rechtsinstrument. Zudem haftet ihnen grundsätzlich der Hautgout »illegitimer paternalistischer Intervention«³¹ an. Zur Lösung allfälliger Interessenkonflikte treten deshalb vornehmlich Transparenzregeln und Generalklauseln an die Stelle ursprünglicher strikter Verbote,³² Verhaltenssteuerung wird von Präventions- auf Repressionsregeln verlagert. Beschleunigt wird diese regulative Flexibilisierung ebenso durch den sich verschär-

²⁸ In diesem Sinne auch *Ebke*, FAZ v. 2. Mai 2001, S. 50, 2. Sp.

²⁹ Statt aller *Hopt*, ZfB 1984, 743, 745.

³⁰ Vgl. *Hopt*, 3 J.Corp.L.St. 221 (2003).

³¹ So für den Bereich des allgemeinen Vertragsrechts *Eidenmüller*, JZ 2005, 216, 222.

³² Dies gilt nicht nur für den Bereich des Aktienrechts, sondern kann als allgemeiner Befund für die rechtliche Behandlung von Interessenkonflikten gelten, vgl. *Hopt*, ZGR 2004, 1, 25 m. w. N.

fenden Wettbewerb der Regelungsgeber im Bereich des Gesellschaftsrecht, der nicht zuletzt durch die EuGH-Rechtsprechung zur Niederlassungsfreiheit von Kapitalgesellschaften³³ auch für die börsennotierte Aktiengesellschaft an Dynamik gewonnen hat. Hiermit wird deutlich, daß die in den letzten Jahren so intensiv geführte Corporate-Governance-Debatte im Kern um Standortfragen und Systemwettbewerb geht.³⁴

Zeigt aus diesen Gründen die rechtsfortbildende Flußrichtung eher in Richtung Deregulierung und Harmonisierung, steht die Etablierung eines Vorerwerbsrechts beim Börsengang einer Tochtergesellschaft vor hohen Hürden. Gleichwohl ist bereits einleitend darauf hinzuweisen, daß auch ein ausdifferenziertes Rechtssystem nicht ohne feste, präventiv wirkende Rechtsregeln auskommt, namentlich wenn es darum geht, als bedeutsam empfundene strukturimmanente Interessenkonflikte einzudämmen, um einen ohne Sicherung einer sauberen Interessenwahrung nicht ordentlich funktionierenden Markt zu fördern.³⁵ Zudem birgt die stromlinienförmige Orientierung an internationalen Rechtsentwicklungen auch ganz eigene Gefahren, wenn diese ohne Vergewisserung der ihnen zugrundeliegenden (ökonomischen) Prämissen übernommen werden.

Es wird also zu prüfen sein, ob das »Institut Bezugsrecht« in modernen Kapitalmärkten tatsächlich jeder Funktion beraubt ist und ob erstens hinter der Grundsatzentscheidung für einen Tochterbörsengang und zweitens hinter dem konkreten Preisfindungs- und Allokationsverfahren beim Börsengang auch handfeste Interessenkonflikte oder Ineffizienzen stehen, die einen intensiveres rechtliches Pflichtenband notwendig erscheinen lassen. Als Indiz hierfür mag gelten, daß der Vorschlag eines Vorerwerbsrechts trotz breiter und überwiegender Ablehnung nicht vereinzelt geblieben ist, sondern auch zahlreiche Befürworter gefunden hat. Forderungen nach einem Zugriffsrecht der Mutteraktionäre sind bereits im direkten Anschluß an die Holz Müller-Entscheidung des BGH erhoben worden.³⁶ Zudem hat der Grundgedanke *Lutters* bis in die jüngste Zeit³⁷ mehrfach grundsätzliche Zustimmung erfahren, so etwa in Form eines im sachlichen Anwendungsbereich beschränkten verlängerten Bezugsrechtes³⁸ oder durch den

³³ EuGH Urt. v. 9. 3. 1999, Rs. C-212/97 (*Centros*), EuGHE 1999, S. I-1459 ff.; EuGH Urt. vom 5. 11. 2002, Rs. C-208/00 (*Überseering*), EuGHE 2002, S. I-9919 ff.; EuGH Urt. vom 30. 09. 2003, Rs. C-167/01 (*Inspire Art*), NJW 2003, 3331 ff.

³⁴ Statt aller *Hopt*, GesRZ 2002, 4, 5.

³⁵ Stellv. *Hopt*, FS Doralt, S. 213, 214; *ders.*, ZGR 2004, 1 ff.

³⁶ So für den Fall einer Kapitalerhöhung in der Tochter bis zum Ausschluß des Bezugsrechtes vor allem *Martens*, ZHR 147 (1983), 377, 413 f.; vorsichtig zustimmend *Heinsius*, ZGR 1984, 383, 403 f.

³⁷ Zuletzt *Ziegler*, Börsengang von Tochtergesellschaften, S. 247 ff., der ein unbeschränktes Zuteilungsprivileg postuliert und dabei für eine Mindestzuteilung von 25% des Emissionsvolumens eine Beweislastumkehr zugunsten der Mutteraktionäre annimmt und zudem die Rechtsfolgen einer Nichtbeachtung an die Situation beim Vorerwerbsrecht anlehnt.

³⁸ So *Lüders/Wulff*, BB 2001, 1209, 1212 ff. (nur bei Kapitalerhöhungen, wenn der Börsengang zur Absenkung der Beteiligungsschwelle unter 75% führt und die Tochter einen Wertanteil am Konzern von mindestens 10% repräsentiert); *Hirte*, in: GroßkommAktG, 4. Aufl., § 202

Vorschlag eines vollständigen³⁹ bzw. flexiblen⁴⁰ Zuteilungsprivilegs im Rahmen einer im Wege des Bookbuilding durchgeführten Direktplatzierung. Hinsichtlich der Rechtsfolgen wird bei den Befürwortern eines Zuteilungsprivilegs dabei teils auf den Binnenregreß nach § 93 AktG verwiesen⁴¹, teils aber auch ein direkter Leistungs- und Schadensersatzanspruch gegen die Gesellschaft zuerkannt.⁴²

II. Lücken der bisherigen Diskussion

Wird damit die Frage nach dem angemessenen Schutz der Mutteraktionäre beim Börsengang einer Tochtergesellschaft nach wie vor hoch kontrovers diskutiert, fällt auf, daß die Diskussion bisher im Wesentlichen aus der Perspektive etablierter gesellschaftsrechtlicher Denkfiguren geführt ist und zwei wesentliche Lücken aufweist, die gerade für ein kapitalmarktbezogenes Thema verwundern. Zum einen ist der Problembereich rechtsvergleichend bisher nur mit einem kurzen Blick in die USA und dem Verweis auf die Zurückdrängung des Bezugsrechts dort eingeordnet.⁴³

Vor allem aber ermangelt die bisherige Diskussion einer systematischen und kritischen Aufarbeitung der ökonomischen Grundlagen, namentlich der Motive und Folgen von Tochterbörsengängen einerseits (Frage des »Ob«) und den Besonderheiten des Preisfindungs- und Allokationsprozesses (Frage des »Wie«) andererseits. Zwar sind wichtige ökonomische Teilaspekte – insbesondere das sog. *underpricing*-Phänomen und die Motivlage beim *equity carve-out* – bereits in mehreren Arbeiten behandelt.⁴⁴ Doch erfolgte die Darstellung bisher in der Art, daß verschiedene ökonomische Erklärungsmodelle aufzählend nebeneinandergestellt wurden. Weder sind die unterschiedlichen ökonomischen Erklärungsansätze auf ihre theoretische Rezeption und auf empirische Nachweise innerhalb der

Rd. 207 ff., 214 (im Anwendungsbereich der Holzmüller-Doktrin, Wesentlichkeitsschwelle bei 25% des Vermögens); Ziegler, Börsengang von Tochtergesellschaften, S. 186 ff. (im Anwendungsbereich der Holzmüller-Doktrin sowohl bei Platzierung »junger« wie »alter« Stücke, Wesentlichkeitsschwelle allerdings in Umsetzung der Gelatine-Entscheidungen bei ca. 75% des Marktwertes).

³⁹ So Becker/Fett, WM 2001, 549; vgl. auch bereits im Grundgedanken Martens, ZHR 147 (1983), 377, 413.

⁴⁰ Vgl. Wunderlich, Börsengang von Tochtergesellschaften, S. 235 ff.; Fuchs, in: Henze/Hoffmann-Becking (Hrsg.), RWS-Forum Gesellschaftsrecht 2001, 259, 273 ff.; Ziegler, Börsengang von Tochtergesellschaften, S. 252 ff.; Henze/Notz, in: Großkomm AktG, 4. Aufl., Anh. § 53a Rd. 92.

⁴¹ Etwa Wunderlich, Börsengang von Tochtergesellschaften, S. 258 ff.

⁴² So jetzt Ziegler, Börsengang von Tochtergesellschaften, S. 272 ff.; vgl. auch Hirte, in: GroßkommAktG, 4. Aufl., § 203 Rdn. 131, 142.

⁴³ Stellv. Fleischer, ZHR 165 (2001), 513, 546 Fn. 220; Wunderlich, Börsengang von Tochtergesellschaften, S. 240 f.

⁴⁴ Für das *underpricing*-Phänomen vgl. Fleischer, ZHR 165 (2001), 513, 531 f.; Wunderlich, Börsengang von Tochtergesellschaften, S. 31 ff.; für eine Darstellung möglicher Motive und Folgen Fleischer, ZHR 165 (2001), 513, 517 ff.; Ziegler, Börsengang von Tochtergesellschaften, S. 31 ff.

ökonomischen Forschung gesichtet, noch sind ihre Prämissen kritisch geprüft und in ökonomische Schulen eingeordnet. Gerade letzteres erscheint jedoch vor dem Hintergrund dringend geboten, daß innerhalb der Kapitalmarkttheorie seit spätestens Anfang der 1990er Jahre eine intensive und hoch kontrovers geführte Diskussion über die Prämissen des etablierten und nach wie vor führenden neoklassisch-neoinstitutionellen Modells in Gang ist. Es gilt deshalb, die ökonomische Forschung zu systematisieren, bevor zu prüfen ist, ob hieraus tragfähige Schlüsse für die rechtliche Behandlung gezogen werden können. Dies soll in der vorliegenden Arbeit versucht werden. Denn für die Entwicklung eines angemessenen rechtlichen Regelungsregimes beim Börsengang von Tochtergesellschaften ist die Beschäftigung mit den ökonomischen Grundlagen unerlässlich.

III. Gang der Untersuchung

Nach einleitender Begriffsklärung, Typenbildung und einer Grobskizze der beteiligten Interessen beginnt die Untersuchung mit einer rechtsvergleichenden Einordnung sowohl des Vorerwerbsrechts beim Börsengang einer Tochtergesellschaft wie auch des Bezugsrechts bei Kapitalerhöhungen. Denn beides ist untrennbar miteinander verwoben. Dabei wird zunächst das US-amerikanische Recht nicht nur in seiner heutigen Form festgehalten, sondern auch die Entwicklung und die sie treibenden Kräfte nachskizziert und ein Blick auf die Emissionspraxis und die Akzeptanz innerhalb der ökonomischen Forschung geworfen. Ergänzend wird auch das englische Recht in den rechtsvergleichenden Überblick mit einbezogen (Kapitel 1).

Sodann wird die ökonomische Aufarbeitung einen prominenten Platz in der Untersuchung einnehmen. Denn die rechtliche Behandlung von Tochterbörsengängen setzt nach hier vertretener Ansicht die intensive Beschäftigung mit den in der Kapitalmarktforschung gewonnenen Einsichten über den Wert von Tochterbörsengängen, ihre Beweggründe sowie die Besonderheiten des Preisfindungs- und Allokationsprozesses beim Börsengang voraus. Am Anfang steht dabei die Konkretisierung der ökonomischen Ausgangsfrage sowie die Darstellung der finanzwissenschaftlichen Grundlagen und des in den letzten Jahren mit großer Dynamik geführten Grundlagenstreits zwischen dem etablierten neoklassisch-neoinstitutionellen Modell einerseits und der sich langsam formenden Behavioral Finance andererseits (Kapitel 2).

Hierauf aufbauend kann die umfangreiche kapitalmarkttheoretische Forschung über Hintergründe und Auswirkungen eines Tochterbörsengangs – hauptsächlich geführt über US-amerikanische *equity carve-outs* - systematisiert und einer kritischen Analyse unterzogen werden (Kapitel 3). Dadurch wird möglich, denkbare Funktionen eines Vorerwerbsrechts näher zu konkretisieren.

Die Analyse der wirtschaftlichen Hintergründe eines Tochterbörsengangs erlaubt sodann die Prüfung, ob und unter welchen Voraussetzungen die Mitwirkung der Hauptversammlung im Rahmen des Tochterbörsengangs eröffnet ist

(sog. ›Mitwirkungsmodell‹) und ob durch eine modifizierte Kompetenzverteilung die für ein etwaiges Vorerwerbsrecht identifizierten positiven Effekte in vergleichbarer Weise erreichbar scheinen (Kapitel 4).

Im Folgenden rückt das Preisfindungs- und Platzierungsverfahren (Frage des ›Wie‹) in den Vordergrund. In einem ersten Schritt ist das Bookbuilding als prominentestes und in der Praxis nahezu durchgängig gewähltes Direktplatzierungsverfahren zu analysieren. Auf diese Weise gelingt zunächst, die im Rahmen des bisher führenden ›Haftungsmodells‹ entwickelten Lösungsvorschläge auf ihre Tragfähigkeit zu prüfen und die Vorstandspflichten bei Wahl einer Direktplatzierung mittels Bookbuilding zu konkretisieren (Kapitel 5).

Zugleich ist damit der Vergleichsmaßstab für die Prüfung der Vorerwerbsrechtsemissionen auf ihre wirtschaftliche Effizienz, und damit: auf die Grundlage ihrer rechtlichen Herleitung erarbeitet. Im nächsten Abschnitt kann so zunächst geprüft werden, ob auf Basis der bisherigen Ergebnisse ein Vorerwerbsrecht *dem Grunde nach* dogmatisch überzeugend begründbar ist. Sodann ist eine prozeßorientierte Folgenanalyse nötig, um auch im Detail mögliche Vor- und Nachteile ermitteln zu können. Diese Prüfung muß beginnen mit einer Analyse des deutschen Bezugsrechtssystems bei Kapitalerhöhungen, da auf diese Weise die zwei möglichen Platzierungsformen beim Tochterbörsengang – Direktplatzierung und Vorerwerbsrechtsemission – in ihrer Grundstruktur einander verglichen und zugleich die Vorstellung der Ineffizienz des Bezugsrechtes auf ihre Richtigkeit überprüft werden kann.

Sodann schließt sich die Prüfung an, ob auch im Detail die verschiedenen denkbaren Vorerwerbs- und Zuteilungsmodelle wirtschaftlich sinnvoll und rechtlich begründbar sind. Dabei werden die unterschiedlichen Zugriffsrechte mit Blick auf ihre Eingriffsintensität ›von oben nach unten‹ geordnet, wird also mit dem Ansatz von *Lutter*, den Mutteraktionären ein Vorerwerbsrecht auf die volle Emissionstranche zu gewähren, begonnen, und mit der Frage nach einem flexiblen Zuteilungsprivileg geendet (Kapitel 6).

Auszuklammern ist aus alledem die Analyse und Behandlung von Börsengängen in sog. *hot markets*, also in haussierenden Börsenphasen mit hoher Primärmarktfrequenz und durchgängig hohen Zeichnungsrenditen⁴⁵, da hier die Marktgesetzmäßigkeiten – wie noch detailliert zu zeigen sein wird – fundamental verändert sind und deshalb auch eine andere rechtliche Behandlung notwendig machen. Die wirtschaftlichen Hintergründe, Besonderheiten und Folgen von *hot markets* sowie ihre rechtlichen Implikationen und Folgerungen für Tochterbörsengänge sind deshalb abschließend in einem gesonderten Abschnitt zu behandeln (Kapitel 7). Diese fundamentale Differenzierung, die bisher nur angedeutet ist⁴⁶, zählt zu den wichtigen Ergebnissen der vorliegenden Arbeit: Zeiten ändern

⁴⁵ Zum Begriff vgl. S. 242 ff.

⁴⁶ *Fleischer*, ZHR 165 (2001), 513, 539 ff.

Stichwortverzeichnis

Abspaltungen

- Announcement-Effekte 124 f
- Effizienzsteigerungspotential 129, 134, 141, 161
- Grundlagen 11 f
- Langzeitentwicklung 251, 402 f, 458

Ad-hoc Publizität 147 ff

Adverse Selection 32, 34, 77, 164 f, 256, 258, 272, 376

Agency-Konflikte

- bei der Grundentscheidung über
 - eine Kapitalerhöhung 55 ff
 - einen Tochterbörsengang 160, 163 ff, 173, 195 ff, 201, 323 ff, 345 ff, 521 ff, 537 ff
- bei der Preisfestsetzung 237 f, 273 ff, 281 ff, 307 ff, 474 ff, 537 ff
- Grundlagen s. Principal-Agent-Theorie

Agency-Kosten s. Principal-Agent-Theorie

Allocation 238, 265 ff, 281 ff, 287 ff, 290, 307, 333, 399 ff, 474 ff, 485, 498 ff

Allokationseffizienz 92 f, 112 f, 169 f, 174, 376 ff, 444 ff, 480 ff, 491 ff

Alte Stücke

- Grundlagen 14
- ... und Holzmüller 217 ff
- Vorerwerbsrecht oberhalb der Holzmüller-Schwelle 322 ff, 408
- Vorerwerbsrecht unterhalb der Holzmüller-Schwelle 350 ff, 545 ff

Anchoring 99, 111, 263, 496, 500, 517, 525, 537

Auktionsverfahren 244, 311 f, 402 f, 502, 520, 566

Auslandsplatzierungen 354 ff, 385 f

Availability Bias 98, 465, 496, 499

Bagatellgrenze 203, 214 ff, 221 ff

Bedeutungsverwässerung im Rahmen eines Teilvererwerbsrechts 427, 563

Behavioral Finance

- Auswirkungen auf Ebene des Kapitalmarktes 112 ff, 439 ff
- Erklärungsansätze für die Entscheidung über den Tochterbörsengang 169 f, 170 f, 440 ff, 496, 503
- Erklärungsmodelle für hot markets 112 ff, 439 ff
- Erklärungsmodelle für underpricing 477 ff, 480 ff
- Gegenposition der neuen Institutionenökonomie 117 f, 476 ff
- Grundlagen 95 ff
- Juristische Implikationen 119 f, 174, 376 ff, 491 ff, 529 ff
- Rationalitätsannahmen 97 ff
- Rechtliche Implikationen für ein Vorerwerbsrecht 174 f, 379 f, 503 ff, 529 ff

Beteiligungsveräußerung s. Hauptversammlungszuständigkeiten beim Veräußerungstypus

Bezugsrechte

- ... als corporate governance-Instrument 56 ff
- ... in Deutschland 317 ff, 353 ff
- disciplinary effect 55 ff
- Effizienz 3, 24, 353 ff
- ... in England 37 ff
- ... bei Tochterbörsengang s. Vorerwerbsrecht
- ... in den USA 22 ff
- Verlängertes Bezugsrecht durch Holzmüller 320, 352

Big winner hypothesis 446

Bookbuilding

- Ablauf und Grundlagen 233 ff
- Effizienz
 - in normalen Marktphasen 241 ff, 254 ff, 291 f
 - in hot markets 473 ff, 491 f

Bounded Rationality 85, 95 ff, 117, 119

- Bubbles 114, 246, 447f, 463, 472, 488, 490, 495ff
- Cascades 247, s. a. Clustering und Informational cascades
- Catering 132f, 494, 538
- Chicago School 26, 66ff, 78, 81, 85, 126ff, 295
- Closed end fund puzzle 462
- Clustering 246, 280, 443ff, 447, 466, 490, 565
- Coase Theorem 66, 76, 138f
- Conservatism 107, 108, 116, 496
- Corporate Governance 1f, 56ff, 70, 173, 287ff
- Daumenregel 102
- De minimis Regel 336, 344
- Discounted Rights Issue 366f, 370ff, 398, 401, 419, 491
- Disposition Effect 101, 108, 112, 239
- Dot-Com Bubble 109, 115, 246, 247ff, 252, 258, 260, 268, 271, 276, 278, 282, 407, 442, 445, 451, 452, 456, 460, 461, 463, 472, 474f
- Durchgriffsquote 329
- Efficient Capital Market Hypothesis
- ... zur Erklärung des underpricing 254ff
 - ... bei Erklärungsmodellen betreffend die Motive von Tochterbörsengängen 126ff
 - Grundlagen 87ff, 117
 - ... und hot markets 439f, 467ff,
 - ... und Marktrationalitäten 117f, 467ff
 - Zweifel der Behavioral Finance 112ff
- Emissionspraxis
- ... in England 36, 44
 - ... in Deutschland 3f, 428f, 564f
 - rights offer paradox 31ff, 61, 306, 370, 381f
 - ... in den USA 30
- Endowment Effect 109, 112, 239, 399, 464, 496
- England 36ff
- Equity Carve-outs
- announcement-Effekte 125
 - Emissionspraxis England 36, 44
 - Emissionspraxis USA 30
- ... als Finanzierungsinstrument 162ff
 - Langzeitentwicklung 251
 - signaling model 166
 - timing the market 170, 458, 462, 174
 - Typologie 11ff
 - underpricing 245
 - Wertsteigerungspotential 126ff
- Ermessensspielraum bei der Preisfestsetzung 301ff, 521
- Erwartungsnutzentheorie 82
- Excess volatility 112ff, 457f
- Fads 447ff, s. a. Bubbles
- Fair value s. Unternehmenswert
- Festpreisverfahren 245, 299, 311f, 327, 383ff, 396, 404, 405, 411, 429, 520, 529ff, 566
- Fiduciary Duties
- Allgemeiner Pflichtenstandard 233ff
 - ... bei Festsetzung des Ausgabepreises 293ff, 508ff
 - ... in den USA 26
 - ... zur Wahl eines bestimmten Emissionsverfahrens 310ff, 521f
- Flexibles Vorerwerbsrecht oder Zuteilungsprivileg 420ff, s. a. Vorerwerbsrecht
- Flipping 274, 290ff, 401, 460, 485f, 506, 535
- Framing 97, 100, 105, 109, 112, 123
- Friends & family 238, 282f, 287, 308, 387
- Gelatine
- Grundlagen 181ff, 207
 - s. a. Hauptversammlungszuständigkeit beim Tochterbörsengang
- Geschäftschancenlehre 344
- Gleichbehandlungsgebot 329
- Gleichbehandlungspflicht bei normalem IPO 502f
- Greenshoe 239f, 274, 387f, 404, 535
- Haftungsmodell
- in normalen Marktphasen 233ff
 - in hot markets 508ff
 - Sorgfaltspflichten s. dort
 - Treuepflichten s. dort
- Hauptversammlungszuständigkeit beim Tochterbörsengang
- Effizienz des Instruments 201

- Grundlagen 177ff
- ... in England 46; 183, 196ff
- beim Konzerntypus 189f, 194ff, 230ff
- beim Veräußerungstypus 217ff, 230ff
- Heterogener Erwartungshorizont 445ff, 480ff
- Hindsight bias 206, 302, 465, 505, 512
- Holzmüller s. Hauptversammlungszuständigkeit beim Tochterbörsengang
- Home Bias 109, 399, 531
- Homo oeconomicus
 - Grundlagen 81ff
 - ... im neoinstitutionellen Kapitalmarktmodell 86ff, 117ff
 - Risikopräferenzen 84
 - Zweifel der behavioral finance 97ff
- Hot issues 241, 247ff, 258, 290f, 461, 476, 485ff, 502, 531
- Hot markets 114f, 169f, 247ff, 290, 291f, 376ff, 439ff
 - Effizienz des Bookbuilding 255ff, 473ff, 491
 - Entstehung 439ff
 - Grundlagen 112ff, 439ff
 - Long run underperformance 249ff, 444ff
 - Timing the market 169ff, 174, 234, 440ff, 492ff
 - Underpricing-Modelle 473ff
- Impresario hypothesis 441ff, 473, 520, 532
- Information revelation hypothesis 265ff, 293ff, 396f, 419, 421, 424, 479, 510, 529, 534
- Informational cascades 443
- Informationsasymmetrien
 - Grundlagen 72ff
 - bei der Grundsatzentscheidung über den Tochterbörsengang 121ff
 - bei der Preisfindung 254ff
- Informationsverbesserung durch Tochterbörsengang 147ff
- Initiativrecht der Hauptversammlung im Rahmen der Sachdividende 414
- Innerverbandliche Haftungsordnung 343
- Institutionenökonomie s. Neoinstitutionalismus
- Interessen
 - Ausrichtung Vorstandshandeln an Gesellschaftsinteresse 79
 - bei Bezugsrechten 2, 25f
 - Grundlagen 17ff
 - Konzerntypus 13
 - Preisfestsetzung beim IPO 237
 - Veräußerungstypus 14
- Internethausse s. Dot-Com Bubble
- Investmentkontrakt 69ff, 195ff, 214, 220, 225ff, 323, 416, 428
- Investor sentiment 95ff, 116, 447ff, 462ff, 496
- Junge Stücke
 - Grundlagen 15
 - ... und Holzmüller 189ff
 - Vorerwerbsrecht oberhalb der Holzmüller-Schwelle 319ff, 408
 - Vorerwerbsrecht unterhalb der Holzmüller-Schwelle 323ff, 426ff, 545ff
- Kaldor Hicks 66
- Kapitalerhaltungsvorschriften 335, 405ff, 425f, 546ff
- Kapitalerhöhungen s. a. Bezugsrechte
 - Announcement-Effekte 126
 - Signaling bei Kapitalerhöhungen 166
 - Zuständigkeitsverteilung 178
- Kick back business 475ff
- Kombiniertes Emissionsverfahren 418
- Kontrahierungsfrist 363ff, 389ff
- Konzerntypus
 - ... als Finanzierungsinstrument 162ff
 - Funktion eines Vorerwerbsrechts 173f
 - ... und Holzmüller 194ff, 232
 - ... in hot markets 522ff, 553ff
 - Interessen 17ff
 - parent company puzzle 462f
 - Typologie 13
 - Unterscheidbarkeit ex ante 14
 - Vorerwerbsrecht oberhalb der Holzmüller-Schwelle 319ff, 426ff, 437, 545ff
 - Vorerwerbsrecht unterhalb der Holzmüller-Schwelle 323ff, 426ff, 437, 545ff
 - Wertsteigerungspotential 126ff, 130, 135, 141ff
- Kooperations-Hypothese 480ff, 491, 497, 500ff, 511f, 515, 519, 531ff, 535, 537, 542, 547, 560

- Kosten der Regulierung s. Regulierungskosten
- Kursblasen s. Bubbles und Dot-Com Bubble
- Kursmanipulation 500ff
- Kurzsichtigkeit s. Myopia
- Lawsuit avoidance hypothesis 28, 283, 293, 510
- Lernprozesse 117ff, 464ff
- Limits of Arbitrage 87ff, 112ff, 448ff
- Listing Rules 40ff, 50ff, 183, 431
- Lock up provisions 484ff
- Long run underperformance 249ff, 444ff
- Loss Aversion 101, 108, 111, 496
- Marktphasen
- Grundlagen der Behavioral Finance 102ff, 112ff
 - hot markets 114f, 169f, 247ff, 290, 291f, 376ff, 439ff
 - »normale« Marktphasen 254ff, 293ff, 317ff
 - Trennung der Marktphasen 247f, 291f, 491ff., 505
- Marktversagen 428ff, 564
- Mediatisierung Stimmrecht 187f, 195ff, 218ff, 328f
- Mental Accounting 100, 112, 478, 511
- Methodenfehler bei Messung von Langzeitanomalien 467ff
- Mitwirkungsmodell s. Hauptversammlungszuständigkeiten beim Tochterbörsengang
- Motive von Tochterbörsengängen 121ff
- Myopia 113, 521, 538, 565, 572
- Naked short 239f, s. a. Greenshoe
- Neoinstitutionalismus
- Antwort auf behavioral finance 117ff, 467ff
 - Aufgabe in hot markets 491ff
 - Grundlagen 75ff
 - Modelle zur Erklärung der Motive eines Tochter-IPO 126ff
 - Modelle zur Erklärung des Rights Offer Paradox 31ff
 - Modelle zur Erklärung underpricing 254ff
 - Modelle für underpricing in hot markets 473ff
- Neoklassik 72ff
- Neue Institutionenökonomie s. Neoinstitutionalismus
- Nexus of Contracts 69
- Nichtaufnahmekote 332ff, 399, 534
- Noise Trader 118, 451ff, 457ff, 464ff
- Noise trader risk 451ff
- Noise Trading 96, 113, 118, 451ff, 457, 464
- Open Offer 37ff, 43, 50f, 53f, 126, 369f, 392, 393, 419f, 422f
- Order taking period 207, 236f, 244, 260, 267, 271, 299, 344, 389f, 422
- Overconfidence 105, 110, 302, 465, 500
- Overreaction 102f, 446
- Parent company puzzle 462
- Pareto Effizienz 66, 72
- Partial adjustment phenomenon 265ff, 488
- Positive feedback strategies 455ff, 480ff
- Pre-emption Guidelines 37ff, 47ff, 53
- Pre-emption Rights s. Bezugsrechte
- Pre-emptive Rights Doctrine 23, 24, 353ff
- Pre-marketing period 235
- Price support hypothesis 285f, 292, 293, 294, 395, 444
- Principal Agent Theorie
- bounded rationality 85
 - Funktion eines Vorerwerbsrechts 56ff, 173f
 - Grundlagen 77ff
 - ... in hot markets 474ff, 480ff
 - ... und underpricing 271ff, 474ff
- Professionalisierung im Tochtermanagement 139ff
- Property Rights 69ff, 77
- Prospect Theory 96, 109, 111, 478, 500
- Race to the top 29, 433ff
- Rationalitätsannahmen
- ... in der Behavioral Finance 97ff
 - ... im Neoinstitutionalismus 85f
 - ... in der Neoklassik 81ff
- Reduzierung des internen Kapitalmarktes 128ff, 161, 171ff
- Refokussierung auf das Kerngeschäft 133ff, 171

- Regulierungskosten 430 ff, 567
- Reines Vorerwerbsrechtsverfahren 383 ff
- Representativeness Heuristic 99, 102, 104, 446, 499, 517, 537
- Rights Issue 22 ff, 29, 31 ff, 42, 44, 104, 287, 346, 361, 369 ff, 397, 419, 429, 491
- Risikopräferenzen
 - ... im neoklassischen Modell 84
 - prospect theory 111
- Rückintegration der Tochtergesellschaft 4, 524, 539
- Rules of Thumb 102

- Sachdividende 12, 408 ff, 426, 429, 430, 432, 437, 533, 545, 552, 564, 565, 568
- Schaden aufgrund underpricing ...
 - bei Sorgfaltspflichtverstößen 306, 509
 - bei Treuepflichtverletzungen 310
 - für die Gesellschaft 305
 - für die Mutteraktionäre 306, 326
 - in hot markets 509 ff
- Selektive Wahrnehmung 98, 117, 496, 537
- Self attribution bias 465
- Shareholder Value 17 f, 80, 113 f, 127, 133, 138, 143, 345, s. a. Unternehmenswertsteigerung
- Short sale constraints 450 ff
- Signaling 34, 163, 164 ff, 261 ff, 282, 292, 298, 395, 411, 442, 488, 539, 542
- Size effect 459 ff, 462, 468, 469 f
- Sorgfaltspflichten des Muttervorstands
 - in normalen Marktphasen 233 ff, 293 ff, 298 ff
 - in hot markets 508 ff, 521 ff
- Spinning 476 f
- Spin-off s. Abspaltungen
- Spitzenbeträge 388
- Standard-Kontrakt s. Investment-Kontrakt
- Starres Vorerwerbsrecht 419, s. a. Vorerwerbsrecht
- Stillhaltefrist 367 ff, 389 ff, 421
- Streuung der Aktien s. Allocation
- Subsidiary Undertaking 45

- Teilvorerwerbsrecht s. Vorerwerbsrecht
- Timing the Market 169 ff, 173 f, 234, 440 ff, 492 ff, 496, 503 f, 512, 522 ff
- Tracking Stocks
 - announcement-Effekte 125
 - Grundlagen 12
 - Langzeitentwicklung 458
 - Reintegration 503 f
 - Wertsteigerungspotential 158
- Transaktionskosten
 - ... der Arbitrage 448 ff
 - ... bei Bezugsrechtsemissionen 24 f, 31 ff, 353 ff
 - Grundlagen 76 f
 - ... bei Kapitalbeschaffung 17 f, 24 f
 - ... bei Vorerwerbsrechtsemissionen 383 ff
 - ... von Vorerwerbsrechten 431 ff, 563 ff
- Transaktionskosten
 - der Arbitrage 448 ff
 - des Bezugsrechts 25, 33, 360 ff
 - des Tochterbörsengangs 19 f, 163, 174, 201, 293 ff, 317 f, 340, 395 ff
 - Grundlagen 19, 76 ff, 85, 132
 - Rechtspflicht zur Reduzierung der Transaktionskosten 69 ff, 233 ff, 293 ff, 317 ff.
- Treuepflichten
 - des Muttervorstands 233 ff, 307 ff, 508 ff
 - zur Begründung eines Vorerwerbsrechts s. Vorerwerbsrecht
- Typuswechsel der Aktiengesellschaft durch IPO 226 ff
- Umverteilungsthese (Indifferenzthese) 29 5 ff

- Underpricing
 - Begriff 242 ff
 - bei IPOs 244
 - bei Tochterbörsengängen 245
 - Erklärungsmodelle
 - für normale Marktphasen 254 ff
 - für hot markets 473 ff
 - Sorgfaltspflichten des Muttervorstands
 - in normalen Marktphasen 293 ff
 - in hot markets 508 ff
- Underwriter
 - Funktion im IPO 235 ff
 - Reputation des Konsortialführers und underpricing 265 ff, 483 ff
- Unternehmenswert 5, 17, 26, 81, 92, 191, 208, 211 ff, 235, 381, 397, 441, 459, 493, 505 ff

- Unternehmenswertsteigerung 26, 56 ff, 59, 67 ff, 114, 126 ff, 202, 222, 282, 316, 386
- USA 22 ff
- Value effect 459 ff, 462, 468, 469 f
- Veräußerungstypus
 - ... und Holzmüller 217 ff
 - ... in hot markets 521 ff, 545 ff
 - Interessen 17 ff
 - Typologie 14
 - Unterscheidbarkeit ex ante 14
 - Vorerwerbsrecht oberhalb der Holzmüller-Schwelle 322, 426 ff, 545 ff
 - Vorerwerbsrecht unterhalb der Holzmüller-Schwelle 350 f, 426 ff, 545 ff
 - Wertsteigerungspotential 126 ff, 130, 135, 141, 171 ff
- Verhaltensanomalien 97 ff
- Verteilung der Aktien s. Allocation
- Vorerwerbsangebot 389
- Vorerwerbsfrist 390
- Vorerwerbspreis
 - Ermittlung 392, 529 ff
 - Festlegung 391
 - in hot markets 529 ff
- Vorerwerbsrecht
 - Anerkennung eines Vorerwerbsrechts ...
 - in hot markets 529 ff, 545 ff
 - in ruhigen Marktphasen 317 ff, 426 ff
 - ... in England 37, 46
 - ... in den USA 22
 - Dogmatische Grundlagen 317 ff
 - Treuepflichtgestützte Analogie zu § 186 AktG 323 ff
 - Treuepflichten beim Tochterbörsengang 336 ff
 - Folgen und Folgenbewertung 383 ff, 529 ff
 - Trennung von Konzern- und Veräußerungstypus
 - in normalen Marktphasen 323, 350
 - in hot markets 553, 560
- Verfahren s. Vorerwerbsrechts-emissionen
- Vorerwerbsrechtsemissionen
 - Folgen und Folgenbewertung
 - in normalen Marktphasen 395 ff
 - in hot markets 529 ff
 - Formen:
 - Reine Vorerwerbsrechtsemission 383 ff
 - Platzierung mittels Sachdividende 408 ff
 - Kombiniertes Verfahren mit starrem Vorerwerbsverfahren bzw. Zuteilungsprivileg 419 f
 - Kombiniertes Verfahren mit flexiblem Vorerwerbsverfahren bzw. Zuteilungsprivileg 420 ff
- Vorerwerbsrechts-Handel 393
- Vorstandspflichten
 - in ruhigen Marktphasen 233 ff, 293 ff
 - in hot markets 508 ff
 - Sorgfaltspflichten s. dort
 - Treuepflichten s. dort
- Wertsteigerungsargumente 126 ff
- Wesentlichkeitsschwelle für Holzmüller 181 ff., 203 ff
- Wettbewerb der Regelgeber 433 ff
- Winner's curse 254 ff, 262, 265, 271, 283, 292, 293, 294, 296, 299, 330, 395, 488
- Zeitnachteile
 - einer Bezugsrechtsemission 362 ff
 - einer Vorerwerbsrechtsemission 389 ff, 422 ff
- Zufriedenheits-Hypothese 477 ff, 509 ff
- Zuteilungsprivileg 8, 319, 337, 339 ff, 350, 418 ff, 426 ff, 529 ff