

**VERÖFFENTLICHUNGEN DES INSTITUTS FÜR BANKWIRTSCHAFT
UND BANKRECHT AN DER UNIVERSITÄT ZU KÖLN**

HERAUSGEGEBEN VON
Prof. Dr. Hans E. BÜSCHGEN, Prof. K. PLEYER, Bankier Dr. jur. h. c. H. KÜHNEN
und Bankier Dr. jur. JOH. C. D. ZAHN, S. J. D. (HARVARD)

WIRTSCHAFTSWISSENSCHAFTLICHE REIHE

BAND XXXIX

Internationaler Aktienemissionsmarkt

Eine Beurteilung der operationalen
und institutionellen Effizienz

von

Stefan Schulte

FRITZ KNAPP VERLAG

FRANKFURT AM MAIN

Inhaltsverzeichnis	Seite
Verzeichnis der Abkürzungen	XV
Verzeichnis der Abbildungen und Tabellen	XVII
A. Grundlegungen	1
I. Zielsetzung und Konzeption der Arbeit	1
II. Terminologische Abgrenzungen	4
1. Internationaler Aktienemissionsmarkt	4
2. Internationaler versus Euro-Aktienemissionsmarkt	5
III. Genesis des internationalen Aktienemissionsmarktes	8
IV. Funktionen des internationalen Aktienmarktes	12
1. Finanzierungsfunktion	12
2. Substitutionsfunktion	14
B. Das Konzept der Effizienz	16
I. Terminologische Abgrenzung der Effizienz	16
II. Kapitalmarktbezogene Effizienzformen	18
1. Informationseffizienz	18
2. Institutionelle und operationale Effizienz	22
3. Allokationseffizienz	25
III. Entwicklung eines konzeptionellen Bezugsrahmens	29
1. Funktionen eines Bezugsrahmens	29
2. Effizienzansätze	30
3. Operationalisierung des Effizienzkonzepts	33
3.1. Effizienzdimensionen, -kriterien und -indikatoren	33
3.2. Kapitalmarktbezogene Operationalisierungsansätze des Effizienzkonzepts	34
3.3. Operationalisierung des Konzepts der institutionellen und operationalen Effizienz für den internationalen Aktienemissionsmarkt	37

C. Effizienzbeurteilung des internationalen Aktienemissionsmarktes	40
I. Kapazität des internationalen Aktienemissionsmarktes als Effizienz- kriterium	40
1. Definition des Effizienzkriteriums	40
2. Marktteilnehmer am internationalen Aktienemissionsmarkt	42
2.1. Emittenten	42
2.1.1. Rechtsformspezifische Zugangsvoraussetzungen	42
2.1.2. Sekundärmarktspezifische Zugangsvoraussetzungen	42
2.1.3. Größenspezifische Zugangsvoraussetzungen	43
2.1.4. Standing-bezogene Zugangsvoraussetzungen	43
2.2. Kapitalanleger	44
2.2.1. Institutionelle Kapitalanleger und Banken	44
2.2.2. Unternehmen des nichtfinanziellen Sektors	51
2.2.3. Privatpersonen	52
3. Spezifizierung der Kapazität des internationalen Aktienemissions- marktes	53
3.1. Absolute Kapazität des internationalen Aktienemissionsmarktes	53
3.1.1. Abgrenzung nach dem realisierten Emissionsvolumen	53
3.1.2. Abgrenzung nach dem maximal wirksam werdenden Kapitalangebot	60
3.2. Relative Kapazität des internationalen Aktienemissionsmarktes	64
4. Zusammenfassende Würdigung der Kapazität des internationalen Aktienemissionsmarktes	65
II. Elastizität des internationalen Aktienemissionsmarktes als Effizienz- kriterium	67
1. Definition des Effizienzkriteriums	67
2. Elastizität der Nachfrage nach Aktien	70
2.1. Das Zielsystem der Kapitalanleger als Determinante der Elasti- zität der Aktiennachfrage	70
2.2. Zielannahmen in der neueren Kapitalmarkt- und Finanzierungs- theorie sowie in weiteren Fachpublikationen zu Kapitalanlage- problemen	70
2.3. Restriktionen der Zielverfolgung	73
2.3.1. Unfreiwilliger Aktienwerb	73

2.3.2.	Gesetzliche und vertragliche Kapitalanlage- vorschriften	74
2.4.	Ausprägung der Elastizität der Aktiennachfrage am internatio- nalen Aktienmarkt	75
3.	Die Elastizität des Angebots von Aktien	78
3.1.	Funktionen des Eigenkapitals als Determinanten der Elasti- zität des Aktienangebots	78
3.2.	Die Ausprägung der Elastizität des Aktienangebots am inter- nationalen Aktienmarkt	80
4.	Der Ausgleichsprozeß am internationalen Aktienemissionsmarkt	86
4.1.	Konsortialiter organisierte internationale Aktienemissionen	86
4.2.	Ablauf und Verfahren der Konsortiumsbildung	88
4.2.1.	Mandatierung des Konsortialführers	88
4.2.2.	Einladung geeigneter Konsorten	90
4.3.	Syndizierungsformen	92
4.3.1.	Globale Syndizierung	92
4.3.2.	Segmentierte Syndizierung	96
4.3.3.	Vergleichende Bewertung der Syndizierungsformen	101
4.4.	Übernahmeformen international zu platzierender Aktien	104
4.5.	Platzierungsarten am internationalen Aktienemissionsmarkt	109
4.5.1.	Öffentliche Aktienplatzierung	109
4.5.1.1.	Wesen der öffentlichen Platzierung	109
4.5.1.2.	Spezifische Probleme der öffentlichen Plazie- rung am internationalen Aktienemissionsmarkt	110
4.5.2.	Private Aktienplatzierung	116
4.5.2.1.	Wesen der Privatplatzierung	116
4.5.2.2.	Abgrenzungsprobleme der Privatplatzierung am internationalen Aktienemissionsmarkt	117
4.5.3.	Vergleichende Bewertung der Platzierungsarten	119
4.6.	Beurteilung des Ausgleichsprozesses im Hinblick auf die Allokationseffizienz	121
4.6.1.	Bestimmung des Emissionskurses bei internationalen Aktienemissionen	121
4.6.1.1.	Innerer Wert und Marktwert der Aktien	121

4.6.1.2.	Erfassung internationaler Bewertungsdivergenzen	125
4.6.1.3.	Die Notwendigkeit des underpricing	127
4.6.2.	Bestimmung des gleichgewichtigen Emissionskurses im Rahmen der konsortialiter organisierten Aktienbegebung	132
4.6.2.1.	Indications of interest	132
4.6.2.2.	Kurstenderverfahren	135
4.6.3.	Die Flexibilität des konsortialiter organisierten Ausgleichsprozesses	137
4.6.4.	Die grey-market-Problematik als Ineffizienz des konsortialiter organisierten Ausgleichsprozesses	140
4.6.4.1.	Wesen und Ursachen der Entstehung	140
4.6.4.2.	Implikationen für die Effizienz der Kapitalallokation	141
4.6.4.3.	Begrenzung der grey-market-Operationen	142
4.6.4.4.	Steuerung der grey-market-Kursstellungen	144
4.6.5.	Zusammenfassende Würdigung der Eignung des Ausgleichsprozesses	146
III.	Stabilität des internationalen Aktienemissionsmarktes als Effizienzkriterium	148
1.	Definition des Effizienzkriteriums	148
2.	Empirische Befunde	151
3.	Primärmarktspezifische Determinanten der Stabilität des internationalen Aktienmarktes	154
3.1.	Emissionsvolumen und Kapazität des Marktes	154
3.2.	Kongruenz von Emissionstätigkeit und Kapitalanlagevolumen im Zeitablauf	155
3.3.	Bedingungen der Kapitalüberlassung	157
3.4.	Internationalisierung des Aktionärskreises	157
4.	Sekundärmarktimplikationen für die Stabilität des internationalen Aktienemissionsmarktes	158
4.1.	Geldmarktabhängigkeit des internationalen Aktienmarktes	158
4.2.	Institutionalisierung des internationalen Aktienmarktes	159
4.2.1.	Das Kapitalanlagevolumen als Stabilitätsdeterminante	159
4.2.2.	Das Kapitalanlageverhalten als Stabilitätsdeterminante	160

4.2.3.	Auswirkungen spezieller Handels- und Versicherungstechniken auf die Marktstabilität	164
4.2.3.1.	Aktueller Bezug	164
4.2.3.2.	Aktienindex-Arbitrage	165
4.2.3.3.	Portefeuille-Versicherung	168
4.3.	Die Leistungsfähigkeit des internationalen Aktienssekundärmarktes	171
4.3.1.	Problemstellung	171
4.3.2.	Die Entwicklung eines integrierten internationalen Aktienhandelssystems	173
4.3.2.1.	Zur Errichtung einer internationalen Börse	173
4.3.2.2.	Zur Schaffung eines idealen internationalen Börsenverbundes	174
4.3.2.3.	Würdigung des Status quo	175
4.3.3.	Abwicklung internationaler Aktientransaktionen	180
4.3.3.1.	Automatischer Abgleich internationaler Handelsabschlüsse	180
4.3.3.2.	Abrechnung internationaler Aktientransaktionen	183
4.3.3.2.1.	Kontrahent und Gegenstand der Abrechnung	183
4.3.3.2.2.	Erfüllungsfristen	185
4.3.3.2.3.	Lieferung gegen Zahlung	187
4.3.3.2.4.	Aktienleihe	188
4.3.3.3.	Wertpapierverwahrung	189
4.3.3.3.1.	Funktionen eines Wertpapierverwahrsystems	189
4.3.3.3.2.	Effiziente Ausgestaltung eines Wertpapierverwahrsystems	190
4.3.3.4.	Die Institutionalisierung einer effizienten internationalen Clearing- und settlement-Struktur	193
4.3.3.4.1.	Der Aufbau einer supranationalen Abrechnungsstelle	193
4.3.3.4.2.	Ausbau bilateraler oder Errichtung multilateraler Abrechnungsverbindungen	197
5.	Zusammenfassende Würdigung der Stabilität des internationalen Aktienemissionsmarktes	199

IV. Die Kosten der Beteiligungsfinanzierung am internationalen Aktienmarkt als Effizienzkriterium	201
1. Definition des Effizienzkriteriums	201
2. Mit internationalen Aktienemissionen verbundene Transaktionskosten	206
2.1. Komponenten der Transaktionskosten	206
2.1.1. Emissionsprovisionen	206
2.1.2. Kosten des front-end-Marketing	208
2.1.3. Kosten der Sekundärmarktpflege	210
2.1.3.1. Öffentlichkeitsarbeit	210
2.1.3.2. Notierung der Aktien an Auslandsbörsen	211
2.1.4. Sonstige Transaktionskosten	214
2.2. Vergleichende Beurteilung der Transaktionskosten und ihre Problematik	215
2.2.1. Vergleich der mit nationalen und internationalen Aktienemissionen verbundenen Transaktionskosten	215
2.2.1.1. Emissionsprovisionen	215
2.2.1.2. Kosten des front-end-Marketing	223
2.2.1.3. Kosten der Sekundärmarktpflege	224
2.2.2. Vergleich der mit Euro-Anleiheemissionen und internationalen Aktienemissionen verbundenen Transaktionskosten	224
2.2.2.1. Emissionsprovisionen	224
2.2.2.2. Kosten des front-end-Marketing	227
2.2.2.3. Kosten der Sekundärmarktpflege	229
3. Auswirkungen internationaler Aktienemissionen auf die Kapitalkosten	229
3.1. Emissionskurrspezifische Auswirkungen internationaler Aktienemissionen auf die Kapitalkosten	229
3.2. Dividendenspezifische Auswirkungen internationaler Aktienemissionen auf die Kapitalkosten	233
4. Qualitative Argumente für und gegen internationale Aktienemissionen	236
4.1. Qualitative Argumente für internationale Aktienemissionen	236
4.1.1. Die Liquidität des internationalen Aktienmarktes	236
4.1.2. Internationalisierung der Aktionärskreise	238

4.1.2.1.	Erleichterung zukünftiger Eigenkapitalaufnahmen	238
4.1.2.2.	Währungskongruente Eigenfinanzierung	239
4.1.2.3.	Unabhängigkeit von nationalen Einflußfaktoren	240
4.1.2.4.	Schutz vor feindlichen Übernahmen	240
4.1.2.5.	Corporate-identity-Gesichtspunkte	241
4.1.3.	Schnelligkeit internationaler Aktienbelegungen	242
4.1.4.	Erschließung von Fremdfinanzierungsmärkten	244
4.1.5.	Marketingwirkungen internationaler Aktienemissionen im operativen Geschäftsbereich des Emittenten	244
4.2.	Qualitative Argumente gegen internationale Aktienemissionen	245
4.2.1.	Flow-back-Problematik	245
4.2.1.1.	Wesen und Ursachen der Entstehung	245
4.2.1.2.	Konsequenzen für den Emittenten	247
4.2.1.3.	Vermeidung der flow-back-Problematik	247
4.2.1.4.	Begrenzung der flow-back-Problematik	249
4.2.1.4.1.	Mandatierungsspezifische Ansätze	249
4.2.1.4.2.	Emissionskursbezogene Ansätze	250
4.2.1.4.3.	Syndizierungsspezifische Ansätze	251
4.2.1.4.4.	Plazierungsspezifische Ansätze	253
4.2.2.	Erfordernis des Bezugsrechtsausschlusses	254
4.2.2.1.	Wesen des Bezugsrechts	254
4.2.2.2.	Formelle Voraussetzungen des Bezugsrechtsausschlusses	256
4.2.2.3.	Materielle Voraussetzungen des Bezugsrechtsausschlusses	259
4.2.2.4.	Überprüfung der materiellen Voraussetzungen des Bezugsrechtsausschlusses für internationale Aktienemissionen	263
4.2.2.4.1.	Interesse der Gesellschaft am Ausschluß des Bezugsrechts für internationale Aktienemissionen	263
4.2.2.4.2.	Geeignetheit und Erforderlichkeit des Bezugsrechtsausschlusses für internationale Aktienemissionen	264

4.2.2.4.3.	Verhältnismäßigkeit des Bezugsrechtsausschlusses	270
4.2.2.4.3.1.	Verhältnismäßigkeit des Bezugsrechtsausschlusses für internationale Aktienemis-	270
4.2.2.4.3.2.	Verhältnismäßigkeit des Bezugsrechtsausschlusses für die Emission von Optionsanleihen und deren Übertragbarkeit auf internationale Aktienemissionen	272
4.2.2.4.3.2.1.	Zulässigkeit des Bezugsrechtsausschlusses für die Begebung von Optionsanleihen	272
4.2.2.4.3.2.2.	Übertragbarkeit der Verhältnismäßigkeit des Bezugsrechtsausschlusses für Optionsanleiheemissionen auf internationale Aktienemissionen	274
4.2.2.4.3.3.	Verhältnismäßigkeit des Bezugsrechtsausschlusses für die Einführung von Aktien an ausländischen Börsen und deren Übertragbarkeit auf internationale Aktienemissionen	279
4.2.2.5.	Abschließende Beurteilung der Zulässigkeit des Bezugsrechtsausschlusses für internationale Aktienemissionen deutscher Unternehmen	281
4.2.2.6.	Zulässigkeit des Bezugsrechtsausschlusses im internationalen Vergleich	283
5.	Zusammenfassende Würdigung der Kosten der Beteiligungsfinanzierung am internationalen Aktienmarkt einschließlich der qualitativen Argumente für und gegen internationale Aktienemissionen	285
D.	Schlußbemerkungen	287
I.	Messung der institutionellen und operationalen Effizienz des internationalen Aktienemissionsmarktes	287
II.	Ausblick auf die weitere Entwicklung des internationalen Aktienemissionsmarktes	288
	Literaturverzeichnis	290