

## Inhaltsverzeichnis

<b>Abbildungs- und Tabellenverzeichnis.....</b>	<b>XV</b>
<b>Abkürzungsverzeichnis.....</b>	<b>XIX</b>
<b>1 Einleitung .....</b>	<b>1</b>
1.1 Untersuchungsgegenstand .....	1
1.2 Problembeschreibung .....	4
1.3 Fragestellung und Zielsetzung .....	6
1.4 Vorgehensweise.....	8
1.5 Datenbasis .....	10
<b>2 Abwicklung und Kosten eines Börsengangs .....</b>	<b>13</b>
2.1 Abwicklung eines Börsengangs.....	13
2.1.1 Entscheidungen über einzelne Schritte der Abwicklung .....	13
2.1.2 Zusammenhang zwischen Aktienplatzierung und Börsenzulassung .....	15
2.1.3 Festlegung der Aktienherkunft und der Anlegerzielgruppe.....	18
2.1.3.1 Herkunft der zu platzierenden Aktien .....	18
2.1.3.2 Auswahl der Anlegerzielgruppe.....	20
2.1.4 Verfahren der Aktienplatzierung.....	22
2.1.4.1 Eigen- und Fremdplatzierung.....	22
2.1.4.2 Übernahme- und Begebungskonsortien .....	26
2.1.4.3 Entwicklung des Konsortialgeschäftes in Deutschland .....	28
2.1.5 Bestimmung des Platzierungsvolumens.....	32
2.1.5.1 Bestimmungsgrößen.....	32
2.1.5.2 Festlegung des Platzierungspreises .....	33
2.1.5.3 Festlegung der Aktienstückzahl .....	37
2.1.6 Verfahren der Aktienzuteilung.....	44
2.1.7 Börsenzulassung .....	47
2.1.7.1 Wahl des Börsensegmentes.....	47
2.1.7.2 Wahl des Börsenplatzes .....	54
2.2 Kosten eines Börsengangs.....	59
2.2.1 Platzierungsausgaben aus Sicht der Altaktionäre .....	60
2.2.2 Vermögensverwässerung aus Sicht der Altaktionäre.....	63
2.2.3 Zusammenhang zwischen Platzierungsausgaben und Vermögensverwässerung.....	69
<b>3 Darstellung der Vorteile eines Börsengangs in verschiedenen Medien.....</b>	<b>73</b>
3.1 Vorteilsdarstellung in Zulassungs- und Verkaufsprospekten .....	73
3.2 Vorteilsdarstellung in Werbebroschüren der beauftragten Dienstleister.....	75
3.3 Vorteilsdarstellung in der betriebswirtschaftlichen Literatur .....	79

<b>4 Vorteile, die alten und neuen Aktionären zugute kommen.....</b>	<b>87</b>
4.1 Aktienoptionen zur Managementvergütung.....	87
4.1.1 Theorie.....	89
4.1.1.1 Grundmodell.....	89
4.1.1.2 Modellerweiterung.....	92
4.1.1.3 Diskussion der Vorteilhaftigkeit verschiedener Vergütungsformen .....	94
4.1.1.4 Hypothesen .....	98
4.1.2 Empirie .....	100
4.1.2.1 Stimmrechtskonzentration und Einführung von Optionsplänen .....	100
4.1.2.2 Liquidität des Sekundärmarktes und Einführung von Optionsplänen...	104
4.1.2.3 Anteilsbesitz des Vorstandes und Einführung von Optionsplänen .....	106
4.1.2.4 Schlußfolgerungen.....	108
4.2 Beeinflussung der Kreditkonditionen .....	110
4.2.1 Theorie.....	112
4.2.1.1 Grundmodell.....	112
4.2.1.2 Wechselbeziehung zwischen Bankkontrolle und Anreizkompatibilität	114
4.2.1.3 Wahl zwischen verschiedenen Kreditverträgen.....	117
4.2.1.4 Hypothesen .....	118
4.2.2 Empirie .....	122
4.2.2.1 Entwicklung der Kapitalstruktur .....	122
4.2.2.2 Entwicklung der Fremdkapitalkosten .....	127
4.2.2.3 Bedeutung von Anleihen und Bankverbindlichkeiten .....	131
4.2.2.4 Schlußfolgerungen.....	137
4.3 Eigenkapitalbeschaffung am organisierten Kapitalmarkt .....	139
4.3.1 Theorie.....	140
4.3.1.1 Grundmodell.....	140
4.3.1.2 Kapitalmarktnutzung im Zeitablauf.....	146
4.3.1.3 Hypothesen .....	150
4.3.2 Empirie .....	152
4.3.2.1 Fundamentale Entwicklung und externe Eigenfinanzierung .....	152
4.3.2.2 Kapitalmarktentwicklung und externe Eigenfinanzierung .....	157
4.3.2.3 Veränderung der finanziellen Reserven.....	162
4.3.2.4 Schlußfolgerungen.....	163
4.4 Bedeutung der Kapitalmarkterschließung für den Absatzmarkt.....	164
4.4.1 Theorie.....	166
4.4.1.1 Grundmodell.....	166
4.4.1.2 Entscheidung für einen Börsengang und Folgen für Wettbewerber .....	168
4.4.1.3 Modellerweiterung.....	174
4.4.1.4 Hypothesen .....	176
4.4.2 Empirie .....	178
4.4.2.1 Branchenaufteilung im Zeitablauf .....	178
4.4.2.2 Zeitliche Konzentration der Branchen.....	185
4.4.2.3 Plazierungsverhalten in verschiedenen Branchen.....	187
4.4.2.4 Schlußfolgerungen.....	188

<b>5 Vorteile, die primär den alten Aktionären zugute kommen.....</b>	<b>191</b>
5.1 Diversifikation des Privatvermögens .....	191
5.1.1 Theorie .....	192
5.1.1.1 Grundmodell .....	192
5.1.1.2 Vermögensdiversifikation bei unvollkommenen Kapitalmärkten .....	194
5.1.1.3 Hypothesen .....	196
5.1.2 Empirie.....	197
5.1.2.1 Privatisierungen als Einflußgröße für den Börsengang.....	197
5.1.2.2 Rahmenbedingungen als Einflußgröße für den Börsengang .....	199
5.1.2.3 Schlußfolgerungen .....	203
5.2 Ausnutzen vermeintlicher Überbewertungen am Kapitalmarkt .....	204
5.2.1 Theorie .....	205
5.2.1.1 Grundmodell .....	205
5.2.1.2 Verschiedene Formen der Übertreibung im Anlegerverhalten .....	211
5.2.1.3 Hypothesen .....	215
5.2.2 Empirie.....	216
5.2.2.1 Underpricing und Zahl der Börsengänge .....	216
5.2.2.2 Entwicklung von Erfolgskennzahlen nach dem Börsengang .....	220
5.2.2.3 Entwicklung der Aktienbewertung nach dem Börsengang .....	224
5.2.2.4 Schlußfolgerungen .....	230
5.3 Erlösmaximierung bei der Umplazierung alter Aktien .....	231
5.3.1 Theorie .....	233
5.3.1.1 Grundmodell .....	233
5.3.1.2 Einflußfaktoren auf die Vorteilhaftigkeit eines Börsengangs .....	237
5.3.1.3 Hypothesen.....	240
5.3.2 Empirie.....	242
5.3.2.1 Entwicklung des Anteilsbesitzes der alten und neuen Aktionäre .....	242
5.3.2.2 Entwicklung der Anteilskonzentration.....	248
5.3.2.3 Schlußfolgerungen .....	252
5.4 Sicherung der unternehmerischen Unabhängigkeit .....	253
5.4.1 Theorie.....	254
5.4.1.1 Grundmodell .....	254
5.4.1.2 Modellerweiterung .....	255
5.4.1.3 Gegenargumente.....	259
5.4.1.4 Hypothesen.....	263
5.4.2 Empirie.....	265
5.4.2.1 Stimmanteilsentwicklung bei unterschiedlicher Anfangsbeteiligung ...	265
5.4.2.2 Stimmanteilsentwicklung bei verschiedenen Altaktionärstypen.....	271
5.4.2.3 Underpricing von Stammaktien und stimmrechtslosen Vorzugsaktien	277
5.4.2.4 Schlußfolgerungen .....	279

---

<b>6 Diskussion und Zusammenfassung .....</b>	<b>281</b>
6.1 Diskussion der vorgestellten Modelle.....	281
6.2 Zusammenfassung der empirischen Ergebnisse .....	283
<b>Anhang.....</b>	<b>XXIII</b>
<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>XXXVII</b>

## Abbildungs- und Tabellenverzeichnis

### Abbildungen

Abbildung 1: Häufigkeit der bei Börsengängen zwischen dem 01.01.1959 und dem 31.10.1998 angewandten Verfahren zur Festlegung des Plazierungspreises ....	37
Abbildung 2: Aus der Investition generierter Zahlungsstrom des Unternehmens und Eintrittswahrscheinlichkeiten gemäß Modellannahmen.....	113
Abbildung 3: Aufteilung der Plazierungsvolumina im Zeitablauf (ohne Privatisierungen).....	199
Abbildung 4: Zusammenhang zwischen der Anzahl der Börsenneulinge und dem durchschnittlichen Aktienpreisanstieg zu Beginn des Börsenhandels.....	219

### Tabellen

Tabelle 1: Börsengänge in Deutschland vom 01.01.1959 bis 31.10.1998.....	2
Tabelle 2: Konsortialführer in Deutschland vom 01.01.1959 bis 31.10.1998.....	29
Tabelle 3: Konzentration der Plazierungsvolumina unter Konsortialführern im Zeitablauf.....	30
Tabelle 4: Die zehn größten Plazierungen in Deutschland vom 01.01.1959 bis 31.10.1998 .....	31
Tabelle 5: Kennzahlen zu den Plazierungsausgaben beim Börsengang.....	62
Tabelle 6: Kennzahlen zur relativen Vermögensänderung beim Börsengang.....	67
Tabelle 7: Nach Börsensegmenten gruppierte Ausgaben und Vermögensverluste der Altaktionäre .....	70
Tabelle 8: Nach Plazierungserlösen gruppierte Ausgaben und Vermögensverluste der Altaktionäre .....	71
Tabelle 9: Publiizierte Verwendungsabsichten für den Emissionserlös beim Börsengang .....	74
Tabelle 10: In Modellen beschriebene Vorteile eines Börsengangs.....	85
Tabelle 11: Stimmrechtsaufteilung und Anteil der Börsenneulinge <i>mit</i> Optionsplan in den Jahren 1994 bis 1998 unmittelbar nach dem Börsengang .....	102
Tabelle 12: Tests auf Lageunterschiede in den Stimmrechtsquoten zwischen den Jahren 1994 und 1998 .....	103
Tabelle 13: Unterschiede in den Stimmrechtsquoten der Aktionärsgruppen zwischen Börsenneulingen <i>ohne</i> und <i>mit</i> Optionsplan .....	104
Tabelle 14: Nach Börsensegmenten gruppierte Anzahl der Börsenneulinge <i>ohne</i> und <i>mit</i> Optionsplan.....	105

Tabelle 15: Entwicklung der Kapitalstruktur seit dem Geschäftsjahr vor dem Börsengang.....	126
Tabelle 16: Entwicklung der normierten Fremdkapitalkosten seit dem Geschäftsjahr vor dem Börsengang.....	128
Tabelle 17: Emission konvertibler Anleihen innerhalb der ersten sieben Jahre nach dem Börsengang .....	132
Tabelle 18: Bedeutung der Anleihe- und Bankfinanzierung bei Börsenneulingen mit unterschiedlichem Geschäftsalter .....	133
Tabelle 19: Trendtests für Bankverbindlichkeiten bei verschiedenen Altersgruppen .....	135
Tabelle 20: Bedeutung der Anleihe- und Bankfinanzierung bei Börsenneulingen aus verschiedenen Branchen .....	136
Tabelle 21: Trendtests für Bankverbindlichkeiten bei verschiedenen Branchen .....	137
Tabelle 22: Externe Eigenfinanzierung nach dem Börsengang .....	154
Tabelle 23: Aktienpreisentwicklung um den Zeitpunkt der ersten Folgeemission nach dem Börsengang .....	159
Tabelle 24: Trendtest zur Aktienpreisentwicklung <i>vor</i> und <i>nach</i> der ersten Folgeemission .....	160
Tabelle 25: DAFOX-Veränderung und erneute Kapitalmarktnutzung nach dem Börsengang .....	161
Tabelle 26: Branchenaufteilung in einzelnen Zeitabschnitten nach Anzahl und nach Eigenkapital-Marktwert der Börsenneulinge.....	181
Tabelle 27: Branchenschwerpunkte in einzelnen Zeitabschnitten .....	183
Tabelle 28: Zeitlicher Schwerpunkt der Börsengänge aus verschiedenen Branchen.....	186
Tabelle 29: Plazierungsunterschiede zwischen "Wachstums"- und "traditionellen" Branchen.....	188
Tabelle 30: Börsengänge (teil-) privatisierter Unternehmen vom 01.01.1959 bis 31.12.1998.....	198
Tabelle 31: Entwicklung bestimmter Erfolgskennzahlen .....	223
Tabelle 32: Entwicklung der Marktwert-Buchwert-Verhältnisse (ohne Immobiliengesellschaften) .....	226
Tabelle 33: Entwicklung der Marktwert-Buchwert-Differenzen bei verschiedenen Bezugsgrößen .....	229
Tabelle 34: Beispiel zu unterschiedlichen Durchschnittsberechnungen .....	243
Tabelle 35: Entwicklung der Aktionärsidentität nach dem Börsengang.....	245
Tabelle 36: Trendtests zu den Anteilsquoten alter und neuer Aktionäre .....	246

Tabelle 37: Status der alten und neuen Aktionäre beim Börsengang und sieben Jahre später .....	247
Tabelle 38: Entwicklung der Aktionärsstruktur nach dem Börsengang .....	249
Tabelle 39: Trendtests zu den Anteilsquoten von Mehrheits- und Großaktionären .....	250
Tabelle 40: Anteilskonzentration beim Börsengang und sieben Jahre später .....	251
Tabelle 41: Stimmenanteilsentwicklung der Altaktionäre bei unterschiedlicher Anfangsbeteiligung .....	267
Tabelle 42: Trendtests zu den Stimmenanteilen verschiedener Altaktionärsgruppen .....	268
Tabelle 43: Stimmenanteilsentwicklung der Mehrheitsaktionäre bei unterschiedlicher Anfangsbeteiligung .....	269
Tabelle 44: Trendtests zu den Stimmenanteilen verschiedener Gruppen von Mehrheitsaktionären .....	270
Tabelle 45: Beispiele für IPOs von Tochtergesellschaften börsennotierter deutscher Obergesellschaften vom 01.01.1959 bis 31.10.1998 in alphabetischer Reihenfolge .....	272
Tabelle 46: Beispiele für Holdinggesellschaften der Altaktionäre in alphabetischer Reihenfolge der Börsenneulunge vom 01.01.1959 bis 31.10.1998 .....	273
Tabelle 47: Entwicklung der Stimmenanteile bei unterschiedlichem Altaktionärstypus .....	274
Tabelle 48: Trendtests zu den Stimmen- und Kapitalanteilen bei unterschiedlichem Altaktionärstypus .....	276
Tabelle 49: Underpricing bei Stammaktien und stimmrechtslosen Vorzugsaktien .....	278