

Florian Eisele

Going Private in Deutschland

Eine institutionelle und empirische
Analyse des Rückzugs vom Kapitalmarkt

Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. Werner Neus

Deutscher Universitäts-Verlag

Inhaltverzeichnis

| | |
|--|----------|
| Abbildungsverzeichnis | XIII |
| Tabellenverzeichnis | XV |
| Untersuchungsgegenstand und Arbeitsgang | 1 |
| Teil I: Primäre Abfindungsangebote und Börsenkurs bei Going Private-Transaktionen in Deutschland..... | 5 |
| 1 Einleitung | 5 |
| 2 Going Private-Techniken und Minderheitsaktionäre | 7 |
| 2.1 Reguläres Delisting | 7 |
| 2.2 Alternative Gestaltungsformen | 12 |
| 2.2.1 Verschmelzung | 13 |
| 2.2.2 Formwechsel | 14 |
| 2.2.3 Eingliederung | 15 |
| 2.2.4 Übertragende Auflösung | 17 |
| 2.2.5 Squeeze-out | 18 |
| 2.3 Zwischenergebnis | 19 |
| 3 Going Private und Minderheitenschutz | 24 |
| 3.1 Irrelevanz auf vollkommenen Märkten | 24 |
| 3.2 Potenziale für Umverteilungseffekte | 25 |
| 3.2.1 Informationsasymmetrie, Anreizprobleme und Unternehmenskontrolle | 26 |
| 3.2.2 Liquiditäts-, Publizitäts- und Überwachungsreduktion | 28 |
| 3.3 „Angemessene Abfindung“ trotz Marktunvollkommenheiten | 30 |
| 4 Barabfindung und Börsenkurs | 32 |
| 4.1 Homogenität der Konfliktsituation | 32 |
| 4.2 Zur Frage der Angemessenheit der Barabfindung | 34 |
| 4.2.1 Betriebswirtschaftliche Wertkonzeption und Grenzpreisinterpretation | 34 |
| 4.2.1.1 Die Theorie subjektiver Grenzpreise | 34 |
| 4.2.1.2 Effizienzüberlegungen | 36 |
| 4.2.2 Die Unternehmensbewertung im Rechtssinne | 39 |
| 4.3 Zur Eignung von Börsenkursen als Referenzpunkt | 41 |
| 4.3.1 Grundlegende Überlegungen | 41 |
| 4.3.2 Der Wandel der juristischen Auffassung und Beurteilung | 42 |
| 4.3.3 Zur Frage der Marktenge | 46 |

| | | |
|--|---|-----------|
| 4.3.4 | Referenzzeiträume und maßgebliche Kurswerte | 48 |
| 4.3.4.1 | Die Vorgaben des BVerfG | 48 |
| 4.3.4.2 | Die Auslegung durch die Zivilgerichte | 49 |
| 4.3.4.3 | Beurteilung der Rechtsprechung mit Blick auf Going Private-Transaktionen | 51 |
| 5 | Zur Relation von Börsenkursen und Abfindungsangeboten | 55 |
| 5.1 | Datengrundlage und Stichprobe | 55 |
| 5.2 | Das Erhebungsdesign | 57 |
| 5.3 | Ergebnisse der Untersuchung | 59 |
| 6 | Restümee | 63 |
| | | |
| Teil II: Going Private-Transaktionen am deutschen Kapitalmarkt – Eine empirische Bestandsaufnahme | | 67 |
| 1 | Einleitung | 67 |
| 2 | Grundlagen der Erhebung | 68 |
| 2.1 | Begriffsbestimmung | 68 |
| 2.2 | Datenbasis | 69 |
| 3 | Empirische Befunde in Deutschland | 70 |
| 3.1 | Entwicklung des Going Private-Marktes | 70 |
| 3.2 | Marktsegmente | 73 |
| 3.3 | Unternehmensgröße und Branchenzugehörigkeit | 75 |
| 3.4 | Erscheinungsformen und Investortypen | 79 |
| 3.5 | Umsetzungstechnik und Zielrechtsform | 86 |
| 4 | Zusammenfassung | 90 |
| | | |
| Teil III: Motive für den Rückzug von der Börse – Ergebnisse einer Befragung deutscher Going Private-Unternehmen | | 93 |
| 1 | Problemstellung und Untersuchungsgegenstand | 93 |
| 2 | Grundlagen der Untersuchung | 95 |
| 2.1 | Das Untersuchungsdesign | 95 |
| 2.2 | Die Stichprobe | 98 |
| 3 | Untersuchungsergebnisse | 101 |
| 3.1 | Die Motive für das Going Private | 101 |
| 3.1.1 | Irrelevanz der Finanzierungs- und Kapitalbeschaffungsfunktion der Börse | 101 |
| 3.1.2 | Inadäquate Bewertung, Anreizprobleme und Minderheitsaktionäre | 105 |
| 3.1.3 | Reduzierung der Publizitätspflichten | 109 |
| 3.1.4 | Vermeidung der mit der Börsennotierung verbundenen Kosten | 112 |

| | | |
|--|---|-----|
| 3.1.5 | Beseitigung der Gefahr einer feindlichen Übernahme und weitere Beweggründe..... | 117 |
| 3.2 | Die Entwicklung nach dem Going Private..... | 119 |
| 4 | Schlussbetrachtung..... | 122 |
| Teil IV: Finanzwirtschaftliche Charakteristika deutscher Going Private-Unternehmen..... 125 | | |
| 1 | Einführung..... | 125 |
| 2 | Hypothesenbildung und Operationalisierung..... | 128 |
| 2.1 | Free-Cash-flow-Theorie..... | 128 |
| 2.2 | Finanzierungsstruktur..... | 131 |
| 2.3 | Unternehmensgröße..... | 133 |
| 2.4 | Streubesitz..... | 135 |
| 3 | Stichprobenauswahl..... | 136 |
| 4 | Untersuchungsergebnisse..... | 138 |
| 4.1 | Univariater Vergleich..... | 138 |
| 4.2 | Multivariate Analyse..... | 141 |
| 5 | Zusammenfassung und Interpretation..... | 145 |
| Teil V: Kursreaktionen auf die Ankündigung von Going Private-Transaktionen am deutschen Kapitalmarkt..... 149 | | |
| 1 | Einführung..... | 149 |
| 2 | Definition und Akteure..... | 150 |
| 3 | Hypothese..... | 152 |
| 4 | Stichprobenauswahl und deskriptive Statistik..... | 155 |
| 4.1 | Stichprobenauswahl..... | 155 |
| 4.2 | Deskriptive Statistik..... | 157 |
| 5 | Untersuchungsmethode..... | 162 |
| 6 | Untersuchungsergebnisse..... | 166 |
| 7 | Weitere Ergebnisse..... | 171 |
| 8 | Zusammenfassung..... | 174 |
| Literaturverzeichnis..... | | 177 |
| Rechtsprechungsverzeichnis..... | | 189 |