

Inhaltsverzeichnis

| | |
|--|--------------|
| Abkürzungsverzeichnis | XIII |
| Abbildungsverzeichnis | XVII |
| Tabellenverzeichnis | XIX |
| Symbolverzeichnis | XXIII |
| 1 Einleitung | 1 |
| 1.1 Bedeutung eines hinreichenden Minderheitenschutzes..... | 3 |
| 1.1.1 Markt für Unternehmenskontrolle..... | 4 |
| 1.1.2 Zur Kritik am unregulierten Markt für Unternehmenskontrolle | 9 |
| 1.2 Problemstellung und Zielsetzung der Untersuchung..... | 14 |
| 1.3 Gang der Untersuchung..... | 20 |
| 2 Corporate Governance Struktur öffentlicher Kaufangebote | 22 |
| 2.1 Anteilsbesitzstruktur in Deutschland..... | 22 |
| 2.2 Darstellung des bisherigen aktienrechtlichen Minderheitenschutzes..... | 25 |
| 2.3 Entstehungsgeschichte des WpÜG..... | 29 |
| 2.4 Grundzüge des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes | 31 |
| 2.4.1 Ziele, allgemeine Grundsätze und Geltungsbereich des WpÜG | 31 |
| 2.4.2 Möglichkeiten zur Anteilsbesitzkonzentration und Angebotsarten | 33 |
| 2.4.2.1 Spieltheoretische Darstellung des Annahmedrucks bei öffentlichen Kaufangeboten | 35 |
| 2.4.2.2 Freiwillige Kaufangebote | 38 |
| 2.4.2.2.1 Erwerbsangebote | 38 |
| 2.4.2.2.2 Übernahmeangebote..... | 39 |
| 2.4.2.3 Pflichtangebote..... | 44 |
| 2.4.3 Zeitfenster und Milestones während des Angebotsverfahrens..... | 47 |
| 2.4.4 Transparenz- und Publizitätsvorschriften..... | 49 |
| 2.4.4.1 Tag der offiziellen Ankündigung | 49 |
| 2.4.4.2 Angebotsunterlage..... | 51 |
| 2.4.4.2.1 Inhalt der Angebotsunterlage | 52 |
| 2.4.4.2.2 Möglichkeiten der Angebotsbedingung | 53 |
| 2.4.4.2.3 Teilangebote und Repartierung | 56 |
| 2.4.4.2.4 Sanktionsmöglichkeiten | 56 |
| 2.4.4.3 Leitungsorgane der Zielgesellschaft..... | 57 |
| 2.4.4.4 Wasserstandsmeldungen und weitere Veröffentlichungspflichten | 58 |
| 2.4.5 Überlegungen zu Angemessenheit und Mindestpreisregelung | 60 |
| 2.4.5.1 Theoretische Überlegungen zur Angemessenheit der Gegenleistung..... | 60 |
| 2.4.5.2 Mindestpreisregelung | 62 |
| 2.4.6 Abwehrmaßnahmen und das Verhinderungsverbot | 65 |
| 2.5 Sonstige für die Untersuchung relevante rechtliche Grundlagen | 66 |
| 2.5.1 Offenlegungs- und Zurechnungsvorschriften beim Beteiligungsaufbau..... | 67 |
| 2.5.2 Squeeze-out, Anfechtungsklage und Spruchverfahren | 72 |
| 2.5.2.1 Anfechtungsklage..... | 75 |
| 2.5.2.2 Spruchverfahren | 76 |

| | | |
|-----------|--|------------|
| 2.5.3 | Behandlung stiller Reserven und weitere Informationspflichten | 77 |
| 2.6 | Rechtlicher Minderheitenschutz im Ausland | 78 |
| 2.6.1 | Der City Code of Takeovers and Mergers..... | 79 |
| 2.6.2 | Übernahme- und Ausschlussregelungen in den USA | 87 |
| 2.6.3 | Die Europäische Übernahmerichtlinie | 90 |
| 2.6.4 | Das Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetz..... | 92 |
| 3 | Untersuchungsdesign und Datenbasis..... | 95 |
| 3.1 | Informationseffizienz des Kapitalmarktes..... | 95 |
| 3.2 | Renditeberechnung | 99 |
| 3.3 | Bereinigung der Aktienkurse um systematische Kursänderungen..... | 101 |
| 3.4 | Konzeption von Ereignisstudien und ausgewählte Modelle ihrer Durchführung .. | 101 |
| 3.4.1 | Ablauf einer Ereignisstudie | 101 |
| 3.4.2 | Ermittlung und Aggregation der abnormalen Renditen | 104 |
| 3.4.3 | Modelle zur Ermittlung erwarteter Renditen..... | 105 |
| 3.4.3.1 | Marktmodell | 107 |
| 3.4.3.1.1 | Annahmen bei der Parameterschätzung | 108 |
| 3.4.3.1.2 | Auswirkungen von Verletzungen der Modellannahmen..... | 110 |
| 3.4.3.2 | Marktbereinigtes Modell | 112 |
| 3.4.3.3 | Mittelwertbereinigtes Modell..... | 113 |
| 3.4.4 | Bewertung der einzelnen Modelle im Hinblick auf das Untersuchungsziel .. | 113 |
| 3.5 | Testverfahren zur statistischen Überprüfung der Untersuchungsergebnisse | 115 |
| 3.5.1 | Testverfahren zur Überprüfung der Regressionsvoraussetzungen | 115 |
| 3.5.2 | Testverfahren zur Überprüfung der Güte des Regressionsmodells..... | 117 |
| 3.5.3 | Testverfahren zur Überprüfung der Signifikanz der Überrenditen | 119 |
| 3.5.3.1 | Parametrischer Signifikanztest | 120 |
| 3.5.3.2 | Nicht-parametrischer Signifikanztest | 122 |
| 3.5.4 | Tests auf Gleichheit der Kursreaktionen in Teilstichproben..... | 125 |
| 3.5.4.1 | Zwei-Stichproben- <i>t</i> -Test | 125 |
| 3.5.4.2 | Zwei-Stichprobentest von WILCOXON..... | 127 |
| 3.6 | Datenbasis und Spezifikation des Renditebereinigungsmodells | 128 |
| 3.6.1 | Zeitliche und sachliche Abgrenzung der Stichprobe..... | 128 |
| 3.6.2 | Quellen der Datenbeschaffung | 130 |
| 3.6.3 | Zeitliche Abgrenzung | 131 |
| 3.6.3.1 | Bestimmung des Ereignistags | 132 |
| 3.6.3.2 | Bestimmung der Ereigniszeiträume und weiterer Ereigniszeitpunkte | 135 |
| 3.6.3.3 | Bestimmung des Schätzzeitraums | 138 |
| 3.6.4 | Bestimmung des Marktfaktors | 139 |
| 4 | Aktienkursreaktionen auf die Ankündigung von öffentlichen Kaufangeboten | 141 |
| 4.1 | Ergebnisse vergleichbarer Ereignisstudien | 141 |
| 4.1.1 | Nationale Studien | 142 |
| 4.1.2 | Angelsächsische Studien | 150 |
| 4.2 | Deskriptive Statistik | 156 |
| 4.2.1 | Angebotsbezogene Merkmale | 156 |
| 4.2.2 | Kennzahlenbezogene Merkmale | 160 |
| 4.2.3 | Konzentration des Anteilsbesitzes..... | 161 |
| 4.2.4 | Laufzeit des Angebotsverfahrens und der Annahmefrist | 167 |
| 4.3 | Überprüfung des Regressionsmodells | 169 |
| 4.3.1 | Überprüfung der Regressionsvoraussetzungen | 169 |
| 4.3.2 | Überprüfung der Güte des Regressionsmodells | 172 |

| | | |
|----------------------------------|---|------------|
| 4.4 | Darstellung der Untersuchungsergebnisse | 174 |
| 4.4.1 | Betrachtung aller öffentlichen Kaufangebote..... | 174 |
| 4.4.2 | Aufteilung nach Angebotsarten..... | 178 |
| 4.4.2.1 | Erwerbsangebote | 178 |
| 4.4.2.2 | Pflichtangebote | 181 |
| 4.4.2.3 | Übernahmeangebote | 184 |
| 4.4.3 | Informationsgehalt weiterer Einflussfaktoren | 187 |
| 4.4.4 | Gegenüberstellung der Angebotsarten | 189 |
| 4.5 | Zusammenfassung und Ergebnisinterpretation | 193 |
| 5 | Vergleich der Gegenleistung mit vorhergehender Kursentwicklung..... | 196 |
| 5.1 | Vorgehensweise..... | 197 |
| 5.1.1 | Abzinsungsmodell | 199 |
| 5.1.2 | Festlegung des Kapitalisierungszinssatzes..... | 202 |
| 5.1.3 | Wahl der Bereinigungsverfahren | 205 |
| 5.2 | Ergebnisse bisheriger Untersuchungen | 205 |
| 5.2.1 | Nationale Studien | 206 |
| 5.2.2 | US-amerikanische Studien | 211 |
| 5.3 | Untersuchungsergebnisse | 214 |
| 5.3.1 | Erwerbsangebote | 214 |
| 5.3.2 | Pflichtangebote | 218 |
| 5.3.3 | Übernahmeangebote | 223 |
| 5.3.4 | Gegenüberstellung der Angebotsarten und Interpretation der Ergebnisse | 227 |
| 5.4 | Vergleich zu späteren Squeeze-out Abfindungen sowie Aufbesserungen durch Anfechtungsklagen und Spruchverfahren | 230 |
| 5.5 | Zusammenfassung und Interpretation der Ergebnisse..... | 234 |
| 6 | Handlungsempfehlungen zur Verbesserung des WpÜG | 241 |
| 7 | Schlussbetrachtung | 251 |
| Anhang | | 257 |
| Literaturverzeichnis..... | | 291 |