

# Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis .....	13
Abkürzungsverzeichnis .....	16
Symbolverzeichnis .....	19
1 Einleitung .....	21
1.1 Problemstellung .....	21
1.2 Zielsetzung und Hypothesen der Untersuchung .....	23
1.3 Aufbau der Untersuchung .....	24
2 Rechtliche und ökonomische Einordnung des Squeeze-out als Going Private-Transaktion .....	29
2.1 Going Private i.w.S. ....	29
2.1.1 Reguläres Delisting .....	29
2.1.2 Verschmelzung .....	30
2.1.3 Eingliederung durch Mehrheitsbeschluss .....	32
2.1.4 Formwechsel .....	34
2.2 Going Private i.e.S. ....	35
2.2.1 Reverse Stock Split .....	35
2.2.2 Asset Deal mit Auflösung .....	36
2.2.3 Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag .....	38
2.2.4 §§ 327a - 327f AktG .....	40
2.3 Würdigung der Ergebnisse für die Arbeit .....	43
3 Vorstellung der empirischen Untersuchung .....	45
3.1 Untersuchungsgegenstand .....	45
3.2 Datenerhebung .....	45
3.2.1 Fragebogenuntersuchung .....	45
3.2.1.1 Vorgehen .....	45
3.2.1.2 Gestaltung des Fragebogens .....	47
3.2.1.3 Anschreiben .....	48
3.2.1.4 Nachfaßaktion .....	49
	9

3.2.2 Alternative Datenrecherche .....	49
3.3 Auswertung .....	50
4 Empirische Ergebnisse .....	53
4.1 Typisierung der Zielgesellschaften .....	53
4.1.1 Branche .....	53
4.1.2 Altersstruktur .....	55
4.1.3 Börsensegmentierung .....	58
4.1.4 Minderheitsaktionäre .....	58
4.1.5 Kapitalisierung .....	60
4.2 Verfahrensaspekte im Rahmen der Beschlussfassung .....	62
4.2.1 Squeeze-out-Hauptversammlung .....	62
4.2.2 Vorerwerbe von Anteilen an der Zielgesellschaft .....	64
4.2.3 Anfechtungsklagen gegen den Übertragungsbeschluss .....	66
4.2.4 Eingeleitete Spruchverfahren zur Überprüfung der Barabfindung .....	70
4.3 Würdigung der Typisierung der Zielgesellschaften und der Verfahrensaspekte im Rahmen der Beschlussfassung .....	71
4.4 Vorteilhaftigkeitsanalyse des Minderheitenausschlusses .....	73
4.4.1 Relevanz der Einsparung von Minderheitenkosten .....	73
4.4.1.1 Indirekte Minderheitenkosten .....	74
4.4.1.1.1 Transaktionssicherheit .....	74
4.4.1.1.2 Flexibilität .....	76
4.4.1.1.3 Vollständige Integration .....	77
4.4.1.2 Direkte Minderheitenkosten .....	78
4.4.1.2.1 Beschlussfassungskosten .....	78
4.4.1.2.2 Publizitätskosten .....	79
4.4.1.3 Würdigung der Ergebnisse für die Arbeit .....	80
4.4.2 Nettobarwert des Squeeze-out .....	81
4.4.2.1 Wiederkehrende direkte Minderheitenkosten der Zielgesellschaft .....	83
4.4.2.1.1 Beschlussfassungskosten .....	83
4.4.2.1.2 Publizitätskosten .....	86
4.4.2.1.3 Summe der wiederkehrenden Kosten .....	89
4.4.2.2 Einmalige direkte Ausschlusskosten des Hauptaktionärs .....	91
4.4.2.3 Barwert der wiederkehrenden Kosten .....	94
4.4.2.4 Höhe des ökonomischen Vorteils vor Steuern .....	96
4.4.2.5 Höhe des ökonomischen Vorteils nach Steuern .....	97
4.4.3 Relevanz der Argumente gegen eine Durchführung .....	99
4.4.3.1 Indirekte Ausschlusskosten .....	100
4.4.3.1.1 Negative Außenwirkung .....	100

4.4.3.1.2	Schlechtere Bonitätsbeurteilung .....	101
4.4.3.1.3	Wegfall von Kapitalbeschaffungsmöglichkeiten .....	102
4.4.3.2	Direkte Ausschlusskosten.....	103
4.4.3.3	Anfechtungsklagen & Spruchverfahren.....	104
4.4.3.4	Würdigung der Ergebnisse für die Arbeit .....	106
4.4.4	Squeeze-out als Maßnahme zur Steigerung des Unternehmens- werts? .....	107
4.5	Würdigung der empirischen Ergebnisse für die Arbeit.....	110
5	Verbundwirkungen als Teil der Unternehmensbewertung.....	111
5.1	Stand-alone als Objektivierungsprinzip .....	111
5.2	Grenzpreisdifferenzen.....	112
5.2.1	Subjektive Grenzpreise von Käufer und Verkäufer .....	112
5.2.2	Der Nettobarwert des Squeeze-out als Trennungseffekt .....	113
5.2.2.1	Abgrenzung zum Verbundeffekt .....	113
5.2.2.2	Unzureichende Berücksichtigung in der Praxis .....	114
5.2.2.3	Möglichkeiten zur Aufteilung des Trennungseffekts .....	116
5.2.2.3.1	Verhandlungsersatzmodellierte Aufteilung .....	117
5.2.2.3.2	Anteilsproportionale Aufteilung .....	121
5.3	Würdigung der Verbundwirkungen in der Unternehmensbewertung ..	123
6	Der Kapitalisierungszinssatz in der objektivierten Unternehmensbewertung .....	125
6.1	Funktion des Kapitalisierungszinssatzes .....	125
6.2	Die Festlegung des Kapitalisierungszinssatzes in der Bewertungs- praxis.....	127
6.2.1	Basiszinssatz .....	127
6.2.2	Risikozuschlag .....	129
6.2.3	Persönlicher Ertragsteuersatz .....	142
6.2.4	Wachstumsabschlag .....	143
6.2.5	Nachhaltiger Kapitalisierungszinssatz nach Steuern .....	145
6.3	Würdigung der empirischen Ergebnisse.....	147
7	Börsenkurs und Barabfindung.....	149
7.1	Rechtsprechung und Empirie zur Relevanz des Börsenkurses .....	149
7.1.1	Postulat des vollen Wertausgleichs .....	149
7.1.2	Verkehrswerteigenschaft .....	150
7.1.3	Referenzzeitraum .....	156
7.1.4	Gewichteter Durchschnittskurs .....	161
7.1.5	Börsliche und außerbörsliche Erwerbspreise .....	163

7.2 Kapitalmarktreaktionen bei Minderheitenausschlüssen .....	170
7.2.1 Untersuchungsgegenstand und Vorgehen .....	170
7.2.2 Ankündigungseffekt .....	172
7.2.3 Abfindungsprämie .....	177
7.2.4 Kursentwicklung nach dem Ereignisdatum .....	184
7.3 Würdigung der empirischen Ergebnisse .....	189
8 Ergebnisse aus Anfechtungsklagen und Spruchverfahren .....	191
8.1 Anfechtungsklagen .....	191
8.2 Spruchverfahren .....	196
8.3 Implikationen für die Frage der Angemessenheit der Barabfindung ..	201
9 Thesenförmige Zusammenfassung .....	207
Anhang .....	215
Literaturverzeichnis .....	223
Rechtsprechungsverzeichnis .....	236
Rechtsquellen und amtliche Drucksachen .....	240