

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