

Sandra Weitzel

Going Private. Rückzugsstrategie als neuer Trend

Diplomarbeit

BEI GRIN MACHT SICH IHR WISSEN BEZAHLT



- Wir veröffentlichen Ihre Hausarbeit, Bachelor- und Masterarbeit
- Ihr eigenes eBook und Buch - weltweit in allen wichtigen Shops
- Verdienen Sie an jedem Verkauf

Jetzt bei www.GRIN.com hochladen
und kostenlos publizieren



**Going Private:
Rückzugsstrategie als neuer Trend**

Diplomarbeit

im Studiengang Betriebswirtschaftslehre in der
Fakultät Sozial- und Wirtschaftswissenschaften
der Otto-Friedrich-Universität Bamberg

Verfasser: Sandra Weitzel

Abgabetag: 31. März 2000

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	III
Abkürzungsverzeichnis	IV
1 Vorstellung und Systematisierung der Arbeit	1
1.1 Going Private als Entscheidungsproblem	1
1.2 Gang der Untersuchung in Anlehnung an den Ablauf eines Going Private	3
1.3 Begriffsabgrenzung.....	5
2 Gründe für ein Going Private	7
2.1 Kostenvermeidung einer Börsennotierung und Funktionslosigkeit des Listing ..	7
2.2 Verringerung der Agency-Kosten und Profitabilitätssteigerung	9
2.3 Präventive Maßnahme gegen feindliche Übernahmen	11
2.4 Verbesserter Zugriff auf Vermögen und Liquidität.....	12
2.5 Verdrängen von Minderheitsaktionären (Squeeze-Out).....	12
2.6 Steuervorteile durch Schuldzinsabzug und erhöhte Abschreibung	13
2.7 Abgrenzung der Vorteile von Nachteilen eines Going Private.....	13
3 Entscheidungsfelder einer Going Private Transaktion	16
3.1 Formen von Going Private in Abhängigkeit der Investorengruppe.....	16
3.1.1 Maßgeblicher Einfluß des Managements.....	16
3.1.2 Maßgeblicher Einfluß anderer Parteien	19
3.2 Charakteristika eines Going Private Kandidaten	20
3.3 Finanzierung einer Going Private Transaktion.....	23
3.3.1 Strukturierung der Finanzierung	24
3.3.2 Eigenkapital.....	26
3.3.3 Fremdkapital	27
3.3.3.1 Vorrangig besicherte Kredite als Baustein der Finanzierung	28
3.3.3.2 Mezzanine-Kapital als Baustein der Finanzierung	28
3.3.3.3 Besicherung und Tilgung des Fremdkapitals.....	29
3.3.3.4 Strip Financing.....	34

4	Ausprägungen von Going Private und steuerliche Wirkungen	36
4.1	Delisting.....	36
4.2	Kapitalherabsetzung und Aktienzusammenlegung (Reverse-stock-split)	40
4.3	Aktienrückkauf	43
4.4	Share Deal, Asset Deal und Kombinationsmodell.....	46
4.4.1	Interessensfelder der am Unternehmenskauf beteiligten Parteien.....	46
4.4.2	Share Deal	47
4.4.3	Asset Deal	51
4.4.4	Kombinationsmodell	54
4.4.5	Mitunternehmermodell.....	55
4.4.6	Umgekehrtes Kombinationsmodell.....	56
4.5	Umwandlung.....	58
4.5.1	Formwechsel in eine GmbH.....	58
4.5.2	Formwechsel in eine GmbH & Co. KG	59
4.5.3	Formwechsel in eine KGaA	64
4.6	Going Private Merger (Fusion).....	66
4.6.1	Eingliederung nach AktG.....	67
4.6.2	Verschmelzung auf die Erwerbengesellschaft.....	68
4.6.2.1	Verschmelzung auf eine Kapitalgesellschaft.....	70
4.6.2.2	Verschmelzung auf eine Personengesellschaft.....	72
4.7	Abschließende Betrachtung der Techniken	73
5	Ausblick.....	77
	Going Private Kandidat: <i>Schmalbach-Lubeca AG</i>.....	VII
	Literaturverzeichnis.....	XI

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Ablauf eines Going Private und Gang der Untersuchung	3
Abbildung 2:	Einordnung des Going Private	6
Abbildung 3:	Vor- und Nachteile eines Going Private	15
Abbildung 4:	Charakteristika eines idealen Going Private Kandidaten	21
Abbildung 5:	Finanzierungsstruktur eines Going Private	26
Abbildung 6:	Covenants in Kreditverträgen bei Going Private	30
Abbildung 7:	Strip Financing als Finanzierungsstrategie	35
Abbildung 8:	Kombinationsmodell	54
Abbildung 9:	Umgekehrtes Kombinationsmodell	57
Abbildung 10:	Ermittlung des Übernahmegewinns / -verlusts	62
Abbildung 11:	Ausprägungsformen von Going Private und Zielerreichungsgrad	74
Abbildung 12:	Vierjahresübersicht <i>Schmalbach-Lubeca</i> Konzern	VIII
Abbildung 13:	Kursverlauf und Handelsvolumen der <i>Schmalbach-Lubeca AG</i>	VIII
Abbildung 14:	<i>Schmalbach-Lubeca AG</i> als Going Private Kandidat	IX

Abkürzungsverzeichnis

Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
BörsG	Börsengesetz
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
DAI	Deutsches Aktieninstitut
DAV	Deutsche Anwaltsvereinigung
DEM	Deutsche Mark
Diss.	Dissertation
EStG	Einkommensteuergesetz
etc.	et cetera
EUR	Euro
f.	folgend
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
ff.	fortfolgende
Fn.	Fußnote
GewStG	Gewerbsteuergesetz
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	GmbH-Gesetz
GmbH & Co. KG	Gesellschaft mit beschränkter Haftung und Konsorten Kommanditgesellschaft

GrEStG	Grunderwerbsteuergesetz
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
IAS	International Accounting Standards
i.d.R.	in der Regel
i.S.d.	im Sinne des
i.V.m.	in Verbindung mit
KapCoRiLiG	Kapitalgesellschaft und Co. Richtliniengesetz
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KKR	Kohlberg, Kravis, Roberts & Co.
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
KStG	Körperschaftsteuergesetz
LBO	Leveraged Buy Out
MBI	Management Buy In
MBO	Management Buy Out
Mio.	Million
Mrd.	Milliarde
NewCo	New Company, sog. Erwerbengesellschaft
Nr.	Nummer
OHG	Offene Handelsgesellschaft
OTC	over the counter
o.V.	ohne Verfasser
p.a.	per Annum
PersG	Personengesellschaft
Rn.	Randnummer
S.	Seite

SEC	Securities and Exchange Commission
sog.	sogenannt
TPR	Transferable Put Right
u.a.	unter anderem
UBGG	Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften
UmwG	Umwandlungsgesetz
UmwStG	Umwandlungssteuergesetz
USA	United States of America
US-GAAP	United States Generally Accepted Accounting Principles
UStG	Umsatzsteuergesetz
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
vgl.	vergleiche
WpHG	Wertpapierhandels-Gesetz
z.B.	zum Beispiel

1 Vorstellung und Systematisierung der Arbeit

1.1 Going Private als Entscheidungsproblem

Going Private bezeichnet die Überführung einer an den Aktienmärkten gehandelten Gesellschaft¹ („public company“) in ein nicht börsennotiertes „privates“ Unternehmen („private company“).² Damit ist ein Going Private (Börsenrückzug) eine dem Going Public (Börsengang) genau entgegengesetzte Kapitalmarkttransaktion.³

Der Erfolg des Neuen Markts löste einen Boom der Börsengänge aus. Die Kapitalbeschaffungs-, Bewertungs- und Liquiditätsfunktion der Börse locken fast täglich ein Unternehmen in die unterschiedlichen Börsensegmente.⁴ Eine Rückzugsstrategie von den deutschen Aktienmärkten haben aber erst wenige Gesellschaften für sich entdeckt. Während Going Private auf angelsächsischen Kapitalmärkten schon eine hundertjährige, volumenstarke Tradition haben⁵, ist der Rückzug aus der Börsennotierung auf deutschen Aktienmärkten noch eine Rarität.⁶ Zwei aktuelle Beispiele für Going Private sind die Umwandlung der *Honsel AG*⁷ in eine Kommanditgesellschaft oder der Aktienrückkauf der *Friedrich Grohe AG*.⁸

¹ In diese Definition inbegriffen sind alle Börsennotierungen im amtlichen oder geregelten Handel und im Freiverkehr. (Vgl.: Richard, Jörg / Weinheimer, Stefan (1999), S. 1613). Enger gefaßt ist hingegen der Begriff „börsennotierte Gesellschaft“ i.S.d. § 3 Abs. 2 AktG, der sich nur auf eine Notierung am amtlichen und geregelten Markt bezieht. (Vgl.: Hüffer, Uwe (1999), § 3, Rn. 6). Die zu privatisierende Gesellschaft wird im folgenden als Ziel(aktien)gesellschaft bezeichnet.

² Vgl.: Inderbitzin, Michael (1993), S. 4. *Land / Hasselbach* zählen zum Begriff „Going Private“ auch „die Herauslösung einer selbständigen oder unselbständigen Teileinheit (z.B. Tochtergesellschaft) aus einem börsennotierten Unternehmen und ihre Einbringung in eine nicht an der Börse notierte Gesellschaft“ (Land, Volker / Hasselbach, Kai (2000), S. 557). Ausgliederung oder Abspaltung stellen dieser Definition zu Folge weitere Möglichkeiten des Going Private dar, auf die in dieser Arbeit allerdings nicht eingegangen werden soll.

³ Als Going Private wird in dieser Arbeit nur ein Totalbörsenrückzug von allen deutschen und ausländischen Börsen verstanden. Systematisch kann allerdings unter dem Begriff „Delisting“ auch der Teilrückzug z.B. nur von bestimmten Regionalbörsen oder nur von Auslands- oder Inlandsbörsen subsumiert werden. (Vgl.: Schwark, Eberhard / Geiser, Frank (1997), S. 743).

⁴ In der Zeit vom 12.04.1999 bis zum 17.02.2000 sind 195 Unternehmen in Deutschland an die Börse gegangen, das entspricht bei ca. 220 Börsentagen 0,9 Emissionen täglich. (Vgl.: geldbuch.de (2000), Abrufdatum: 17.02.2000). Zu den Funktionen einer Börse vgl.: Unser, Matthias / Oehler, Andreas (1998), S. 463-468.

⁵ Vgl.: Richard, Jörg / Weinheimer, Stefan (1999), S. 1613.

⁶ 1999 wurden die ersten Going Private Transaktionen eingeleitet: *Friedrich Grohe AG* (vgl.: o.V. (1999a), S. 16), *Honsel AG* (vgl.: Weishaupt, Georg (1999), S. 12), *Weru AG* (vgl.: o.V. (1999b), S. 13).

⁷ Vgl.: Weishaupt, Georg (1999), S. 12.

⁸ Vgl.: Rivlin, Richard (1999), S. 5.

Die Definition des Going Private macht im Rahmen des derzeitigen „Going Public-Fiebers“ neugierig auf eine Diskussion der Gründe, Gestaltungsmöglichkeiten und Zukunftschancen dieses Phänomens.⁹

Das Entscheidungsproblem jeder börsennotierten Gesellschaft ist, zwischen der Fortführung ihrer Börsennotiz und einem Going Private abzuwägen. Keine Unternehmensstruktur sollte als Dauerlösung¹⁰ verstanden werden, sondern sich ständig kritischer Überprüfung – und eventuell eben auch einem Wandel – unterziehen.¹¹ Hintergrund des Entscheidungsproblems ist eine Analyse, ob Kosten und Nutzen einer Börsenpräsenz noch in einem sinnvollen Verhältnis zueinander stehen.¹² Hierfür können Kapitalstruktur, steuerliche Situation, Eigentümerstruktur, Unternehmenswert, Wettbewerbssituation oder Nachfolgeregelungen als Beurteilungskriterien dienen. Dabei kann es durchaus sinnvoll sein, auf ein Going Private nach einer Zeitspanne von ca. fünf Jahren eine erneute Börsenplatzierung folgen zu lassen.¹³

Diese Arbeit greift das Entscheidungsproblem börsennotierter Gesellschaften auf und stellt das Going Private als Rückzugsstrategie vor. Diese Strategie ist durch ein weites Feld von Entscheidungsbausteinen charakterisiert. Ziel ist es, den Börsenrückzug mit seinen Hintergründen, Entscheidungsparametern, Ausprägungsformen und gesellschafts- und steuerrechtlichen Regelungen als Kapitalmarktmaßnahme in einem Überblick zu beleuchten.

⁹ Dabei konzentriert sich diese Arbeit auf Going Private deutscher Aktiengesellschaften. Konstellationen mit ausländischen Beteiligungen oder Tochtergesellschaften bleiben außer Betrachtung.

¹⁰ Vgl.: Milde, Hellmuth (1990), S. 663.

¹¹ *Muscarella* bezeichnet die erneute Börsenplatzierung einer bereits durch ein LBO privatisierten Gesellschaft als „Reverse LBO“. (Vgl.: Muscarella, Chris / Vetsuypens, Michael (1990), S. 1390).

¹² Vgl.: Weishaupt, Georg (1999), S. 12.

¹³ Vgl.: Tiefenbacher, Christoph / Turwitt, Mathias (1999), S. 311. Zur zeitlichen Optimierung dieser „Exit-Strategie“ findet sich in Kapitel 4.5.2.