

Inhaltsverzeichnis

	Seite
Tabellenverzeichnis	XIX
Abbildungsverzeichnis	XXI
Abkürzungsverzeichnis	XXIII
I Problemstellung	1
II Terminologische Grundlegung	5
1 Begründung der Notwendigkeit einer ausführlichen Auseinandersetzung mit den begrifflichen Grundlagen	5
2 Klärung der Begriffe MBO und LBO unter besonderer Beachtung ihrer historischen Entwicklung und Teilsynthese zu LMBO	6
2.1 Definition von Spin-offs und ihre Typologie	6
2.2 Erstmalige Verwendung von Management Buy-Out	12
2.3 Erstmalige Verwendung von Leveraged Buy-Out	14
2.4 Präzisierung des Terminus Management Buy-Out	17
2.4.1 Definitionsbeispiele	17
2.4.2 Präzisierung des Terminus Management	20
2.4.3 Höhe des Eigenkapital- bzw. Stimmrechtsanteils des Managements und dessen Einflußmöglichkeiten auf die Geschäftspolitik	21
2.4.4 Initiative für einen MBO	35
2.4.5 Dauer der Kapitalbeteiligung des Managements	36
2.4.6 Abgrenzung von konstitutiven und typischen Merkmalen eines MBO	38
2.5 Präzisierung des Terminus Leveraged Buy-Out	38
2.5.1 Definitionsbeispiele	38
2.5.2 Bedeutung der Finanzierungstechnik	39
2.5.3 Grad der Verschuldung	41
2.6 Begriffliche Trennung in MBO, LBO und LMBO	43

3	LMBO - eine Innovation?	47
3.1	Anstoß für die Fragestellung	47
3.2	Vorläufer von LMBOs	48
3.2.1	Wenig beachtete Unternehmensübertragungen	48
3.2.2	Zwei markante Formen von Unternehmenstransaktionen mit Ähnlichkeit zum LMBO	49
3.2.2.1	Bootstrap-Finanzierungen in den sechziger Jahren in den USA	49
3.2.2.2	Rückkäufe börsennotierter Unternehmen in den siebziger Jahren in den USA	51
3.3	Beurteilung	54
3.3.1	LMBO als Finanzinnovation	54
3.3.2	LMBO als unternehmensorganisatorische Innovation	56
4	Abgrenzung gegenüber ähnlichen Begriffen	56
4.1	(Leveraged) Management Buy-In	56
4.2	Belegschafts-Buy-Out/Employee Buy-Out	57
4.3	Start-up	58
5	LMBO als derivative Unternehmensgründung	58
III	Marktentwicklungen und deren Bedingungskonstellationen	63
1	Zur Anlage des Kapitels	63
2	Die Entwicklung von LMBOs in verschiedenen Volkswirtschaften	63
2.1	Probleme der Datenbasis	64
2.2	USA	69
2.3	Großbritannien	73
2.4	Deutschland	76
2.5	Andere Länder	76
3	Bedingungskonstellationen der LMBO-Entwicklung	78
3.1	Anbieter von LMBO-Unternehmen und deren Motive	78

	XI
3.1.1 Konzerne	78
3.1.2 Einzelunternehmen	85
3.1.2.1 Mittelständische (Familien-)Unternehmen	85
3.1.2.2 Börsennotierte Unternehmen	88
3.1.3 Staat	89
3.1.3.1 Westliche Industrieländer	89
3.1.3.2 Neue Bundesländer sowie Länder Mittel- und Osteuropas	89
3.2 Anforderungsprofil an potentielle LMBO-Unternehmen	90
3.2.1 Analytisch entwickeltes Anforderungsprofil in der Literatur	90
3.2.2 Empirisch festgestellte Charakteristika	94
3.2.2.1 Darstellung der Untersuchungen und deren Ergebnisse	94
3.2.2.2 Würdigung der Untersuchungen	105
3.3 Nachfrager nach LMBO-Unternehmen und deren Motive für einen LMBO	107
3.3.1 Manager	107
3.3.2 Finanziers	111
3.3.3 Würdigung der vorliegenden Untersuchungen zur Erhebung von Motiven	111
3.4 Anforderungsprofil an Manager und Finanziers von LMBO-Unternehmen	116
3.4.1 Manager	116
3.4.2 Finanziers	119
3.5 Weitere beeinflussende Faktoren der Marktentwicklung	121
4 Zusammenfassung	124
 IV Die praktische Gestaltung von LMBOs	 125
1 Transaktionsbedingte Zielsetzungen und Grundstruktur der Abwicklung eines LMBO	125
2 Finanzierungsformen und Finanzierungsquellen	129

2.1 Trennung in Erwerbsfinanzierung und Folgefinanzierung	129
2.2 Erwerbsfinanzierung	130
2.2.1 Kapitalstruktur, Zielrenditen und Finanzierungsquellen eines typischen deutschen LMBO	130
2.2.2 Finanzierungsformen	132
2.2.2.1 Fremdkapital	132
2.2.2.1.1 Besichertes Fremdkapital (<i>Secured Senior Debt</i>)	132
2.2.2.1.2 Unbesichertes Fremdkapital (<i>Unsecured Senior Debt</i>)	133
2.2.2.2 Zwischenformen von Fremd- und Eigenkapital (<i>Subordinated Debt, Mezzanine Money</i>)	133
2.2.2.2.1 Funktionen	133
2.2.2.2.2 Zwischenformen mit Zinsausrichtung (<i>Senior Mezzanine</i>)	135
2.2.2.2.3 Zwischenformen mit Eigenkapitalausrichtung (<i>Junior Mezzanine</i>)	135
2.2.2.3 Eigenkapital	137
2.3 Folgefinanzierung	137
2.4 Besonderheiten in anderen Ländern	138
2.4.1 USA	138
2.4.2 Großbritannien	140
2.5 Finanzierungsquellen	140
2.5.1 Banken	140
2.5.2 Institutionelle Investoren	141
2.5.2.1 Allgemeine Charakterisierung	141
2.5.2.2 Kapitalbeteiligungsgesellschaften und LMBO- Spezialisten	142
2.5.2.3 Unternehmensbeteiligungsgesellschaften	142
2.5.2.4 Venture Capital-Gesellschaften	144
2.5.2.5 LMBO-Fonds	145
2.5.2.6 Versicherungen	146
2.5.3 Individuelle Investoren	146
2.5.3.1 Manager	146
2.5.3.2 Belegschaft	147
2.5.3.3 Verkäufer	148
2.5.4 (Industrie-)Unternehmen	148

2.6 Besonderheiten in anderen Ländern	149
2.6.1 USA	149
2.6.2 Großbritannien	150
3 Rechtliche, finanztechnische und steuerliche Gestaltungen	151
3.1 Überblick	151
3.2 Besicherungspotential und Cash Flow der Zielgesellschaft sowie gesellschaftsrechtliche Normen	152
3.3 Besicherungs- und finanztechnische Optimierung	155
3.4 Steuerliche Optimierung	156
3.4.1 Steuerliche Optimierung hinsichtlich des Erwerbsweges eines LMBO-Unternehmens	156
3.4.2 Steuerliche Optimierung hinsichtlich der Zusammensetzung der Finanzierungsinstrumente	167
3.5 Besonderheiten in anderen Ländern	169
3.5.1 USA	169
3.5.2 Großbritannien	172
4 Interessenkonflikte des Managements und deren rechtliche Bewältigung	174
4.1 Interessenkonflikte in verschiedenen Phasen der LMBO- Durchführung	174
4.2 Interessenkonflikte in der Vorbereitungsphase	176
4.3 Interessenkonflikte in der Verhandlungsphase	177
4.4 Besonderheiten in anderen Ländern	180
V Analyse der Determinanten der Kapitalstruktur eines LMBO	185
1 Grundlagen	185
1.1 Der Leverage-Effekt	185
1.2 Kapitalstrukturaussagen der neoklassischen Finanzierungstheorie und deren Problematik	187
1.3 Kapitalstrukturelevante Parameter aus der Sicht der kaufinteressierten Manager	193

2	Der Einfluß von portfoliotheoretischen Überlegungen und marktlichen Unvollkommenheiten auf die Gestaltung der Kapitalstruktur eines LMBO	194
2.1	Finanzierung als Principal-Agent-Beziehung	194
2.1.1	Grundsätzliche Charakterisierung der Agency-Theorie	194
2.1.2	Agency-Probleme der Eigenfinanzierung bei gegebener Kapitalzusammensetzung	197
2.1.3	Agency-Probleme der Fremdfinanzierung bei gegebener Kapitalzusammensetzung	198
2.1.4	Agency-Probleme der Eigen- und Fremdfinanzierung bei Kapitalbeschaffung	199
2.2	Die Finanzierungsentscheidung aus Sicht des Managements	200
2.2.1	Das Modell von Grammatikos/Makhija/Thompson	200
2.2.2	Würdigung des Modells und Ergänzungen	210
2.2.2.1	Beleuchtung des Modelldesigns und der getroffenen Annahmen	210
2.2.2.2	Signalwirkung der Eigenkapitalbeteiligung des Managers	212
2.2.2.3	Wahl des externen Eigenkapitalgebers	213
2.2.2.4	Ausweitung der Überlegungen auf ein LMBO-Team	214
2.2.2.5	Einbezug der Kategorie Humankapital	214
2.2.2.6	Berücksichtigung des Zieles "unternehmerische Selbständigkeit"	215
2.2.2.7	Rückwirkungen auf die Konsummöglichkeiten des Managements	216
2.2.2.8	Zusammenfassung	216
2.3	Die Finanzierungsentscheidung aus Sicht der externen Eigenkapitalgeber	217
2.4	Die Finanzierungsentscheidung aus Sicht der Fremdkapitalgeber	219
2.5	Die Finanzierungsentscheidung aus Sicht der Träger der Zwischenformen der Finanzierung	224
2.6	Diskriminierende Steuern und Kapitalstrukturentscheidung	224
3	Zusammenfassung	226

VI Empirische Untersuchungen der einzel- und gesamtwirtschaftlichen Wirkungen von LMBOs und deren ökonomische Bewertung	229
1 Überblick über das Kapitel	229
2 Dauer unveränderter Eigentumsverhältnisse von LMBO-Unternehmen	229
3 Einzelwirtschaftliche Wirkungen	231
3.1 Quantitative Effekte	231
3.1.1 USA	231
3.1.1.1 Summarische Darstellung der wesentlichen Ergebnisse	231
3.1.1.2 Würdigung der Untersuchungen	240
3.1.1.2.1 Qualifizierungen genereller Art	240
3.1.1.2.2 Qualifizierung der einzelnen Studien	243
3.1.2 Großbritannien	253
3.1.2.1 Summarische Darstellung der wesentlichen Ergebnisse	245
3.1.2.2 Würdigung der Untersuchungen	250
3.1.2.2.1 Qualifizierungen genereller Art	250
3.1.2.2.2 Qualifizierung der einzelnen Studien	250
3.1.3 Deutschland	252
3.1.3.1 Wesentliche Ergebnisse der Studien von Forst und Gräper	252
3.1.3.2 Qualifizierung der Studien	255
3.2 Qualitative Effekte	256
3.2.1 USA	256
3.2.1.1 Änderungen im strukturell-organisatorischen und personalwirtschaftlichen Bereich	256
3.2.1.2 Änderungen der Geschäftspolitik	258
3.2.1.2.1 Maßnahmen im operativen Bereich	258
3.2.1.2.2 Maßnahmen im strategischen Bereich	259
3.2.2 Großbritannien	263
3.2.2.1 Änderungen im strukturell-organisatorischen und personalwirtschaftlichen Bereich	263

3.2.2.2	Änderungen der Geschäftspolitik	264
3.2.2.2.1	Maßnahmen im operativen Bereich	264
3.2.2.2.2	Maßnahmen im strategischen Bereich	265
3.2.3	Deutschland	266
3.2.3.1	Änderungen im strukturell-organisatorischen und personalwirtschaftlichen Bereich	266
3.2.3.2	Änderungen der Geschäftspolitik	267
3.2.3.2.1	Maßnahmen im operativen Bereich	267
3.2.3.2.2	Maßnahmen im strategischen Bereich	267
3.3	Wirkungen auf beteiligte Parteien	269
3.3.1	Grundlegung	269
3.3.2	Wirkungen auf Eigenkapitalinvestoren	269
3.3.2.1	USA	269
3.3.2.2	Großbritannien	274
3.3.2.3	Deutschland	275
3.3.3	Wirkungen auf Alteigner	275
3.3.3.1	USA	275
3.3.3.1.1	Übernahmeprämien und Renditen der Alteigner	275
3.3.3.1.2	Beobachtungen im Verlauf von LMBO-Transaktionen	289
3.3.3.2	Großbritannien	292
3.3.3.3	Deutschland	292
3.3.4	Wirkungen auf Altgläubiger	293
3.3.4.1	Charakterisierung der Wirkungen	293
3.3.4.2	USA	293
3.3.4.3	Großbritannien	296
3.3.4.4	Deutschland	296
3.3.5	Wirkungen auf Arbeitnehmer	296
3.3.5.1	Charakterisierung der Wirkungen	296
3.3.5.2	USA	297
3.3.5.3	Großbritannien	299
3.3.5.4	Deutschland	300
3.3.6	Wirkungen auf Lieferanten und Kunden	301
3.3.7	Wirkungen auf den Fiskus	302
3.3.7.1	Charakterisierung der Wirkungen	302
3.3.7.2	USA	302
3.3.7.3	Großbritannien	303

3.3.7.4 Deutschland	304
3.4 Erklärungsansätze für einzelwirtschaftliche Wirkungen	304
3.4.1 Anreiz- und Kontrolleffekte der Kapitalstruktur in genereller Betrachtung	304
3.4.1.1 Grundlegung	304
3.4.1.2 Die Eigenkapitalbeteiligung des Managements	305
3.4.1.3 Die Eigenkapitalbeteiligung institutioneller Investoren	306
3.4.1.4 Der hohe Fremdkapitalanteil	307
3.4.2 Spezifische Erklärungsmuster für verschiedene Buy-Out- Arten	308
3.4.2.1 Spezifische Erklärungsmuster für LMBOs bei börsennotierten Unternehmen	308
3.4.2.2 Spezifische Erklärungsmuster für Konzern- LMBOs	309
3.4.2.3 Spezifische Erklärungsmuster für LMBOs/LMBIs bei Familienunternehmen	309
3.4.3 Qualifizierung der auftretenden finanziellen Probleme bei einem LMBO	310
3.4.4 Die Entwicklung von LMBO-Unternehmen in mittel- bis langfristiger Hinsicht	311
3.5 Gesamtwirtschaftliche Wirkungen	312
3.6 Anwendung von LMBO-Elementen in Nicht-LMBO- Situationen	313
 VII Zusammenfassende Thesen	 315
 Anhang	 321
Literaturverzeichnis	325
Rechtsprechungsverzeichnis	355

Tabellenverzeichnis

Tab. 1:	Zusammenstellung von in der Literatur geforderten Eigenschaften eines potentiellen LMBO-Unternehmens	90
Tab. 2:	Empirische Untersuchungen zu den quantitativen Charakteristika US-amerikanischer, ehemals börsennotierter LMBO-Unternehmen	100
Tab. 3:	Motive britischer Manager für einen (L)MBO	109
Tab. 4:	Besteuerung von Veräußerungsgewinnen bei LMBO-relevanten Rechtsformen und Konstellationen	161
Tab. 5:	Finanzierungsentscheidung als Funktion der Qualität des Zielunternehmens und des Vermögens des Managers	206
Tab. 6:	Finanzierungsentscheidung als Funktion der Risikoneigung des Managers	208
Tab. 7:	Finanzierungsentscheidung in Abhängigkeit des Kaufpreises	209
Tab. 8:	Marktwertsteigerungen bei Fremdfinanzierung durch Dauerschulden	225
Tab. 9:	Untersuchungen zu den quantitativen Entwicklungsverläufen US-amerikanischer LMBO-Unternehmen	232
Tab. 10:	Untersuchungen zu den quantitativen Entwicklungsverläufen britischer LMBO-/LMBI-Unternehmen	247
Tab. 11:	Ergebnisse der Untersuchungen von Forst und Gräper über die quantitativen Entwicklungsverläufe deutscher LMBO-/LMBI-Unternehmen (alte Bundesländer)	253
Tab. 12:	In empirischen Studien ermittelte durchschnittliche Übernahmeprämien für börsennotierte (L)(M)BO-Unternehmen	277
Tab. 13:	In empirischen Studien ermittelte durchschnittliche kumulierte Überrenditen für die Alteigner von börsennotierten (L)(M)BO-Unternehmen	282
Tab. 14:	Wirkungen von US-amerikanischen LMBOs auf das (bereinigte) Betriebsergebnis (vor Zinsen, Abschreibungen und Steuern)	321
Tab. 15:	Wirkungen von US-amerikanischen LMBOs auf (bereinigte) Investitionsausgaben	321

Tab. 16: Wirkungen von US-amerikanischen LMBOs auf die Differenz zwischen (bereinigtem) Betriebsergebnis (vor Zinsen, Abschreibungen und Steuern) und (bereinigten) Investitionsausgaben	322
Tab. 17: Wirkungen von US-amerikanischen LMBOs auf den (bereinigten) Zahlungsmittelüberschuß (vor Zinsen und Steuern)	322
Tab. 18: Wirkungen von US-amerikanischen LMBOs auf Werbe-, F & E-, Instandhaltungs- und Reparatur- sowie Investitionsausgaben	323
Tab. 19: Wirkungen von US-amerikanischen LMBOs auf das Working Capital-Management	324

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1:	Erscheinungsformen von Spin-offs im weitesten Sinne	13
Abb. 2:	Anteile des Managements am Eigenkapital westdeutscher (L)MBO-/ (L)MBI-Unternehmen	25
Abb. 3:	Einordnung des (L)MBO/ (L)MBI in die Systematik der Gründungsformen	61
Abb. 4:	Entwicklung US-amerikanischer L(M)BOs nach Anzahl und Quellen	67
Abb. 5:	Entwicklung US-amerikanischer L(M)BOs nach Volumina und Quellen	67
Abb. 6:	Zahlenmäßige Entwicklung von (L)MBOs und (L)MBIs in Großbritannien	70
Abb. 7:	Volumenmäßige Entwicklung von (L)MBOs und (L)MBIs in Großbritannien	70
Abb. 8:	Entwicklung britischer (L)MBOs nach Anzahl und Quellen	72
Abb. 9:	Entwicklung britischer (L)MBOs nach Volumina und Quellen	72
Abb. 10:	Geschätzte Gesamtzahl durchgeführter (L)MBOs und (L)MBIs im westlichen Kontinentaleuropa bis 1992	76
Abb. 11:	Kauf von Anteilen	127
Abb. 12:	Kauf von Vermögensgegenständen (und Schulden)	127
Abb. 13:	Typische Kapitalstruktur eines deutschen LMBO mit Zielrenditen und dazugehörigen Anbietern	130
Abb. 14:	Aufbau eines Buy-Out-Fonds	145
Abb. 15:	Der Kapitalkostenverlauf nach Modigliani und Miller	189