

Inhaltsverzeichnis

Verzeichnis der Abbildungen	15
Verzeichnis der Tabellen	16
Verzeichnis der verwendeten Symbole	17
Verzeichnis der verwendeten Abkürzungen	19
1. Kapitel	
Einführung: Das Problem des Verfalls von Unternehmenspreisen im Privatisierungsprozeß	21
1. Einleitung	21
1.1 Problemstellung und Abgrenzung des Themas	21
1.2 Gang der Untersuchung	23
2. Das Dilemma: öffentlich-rechtliche Aufgaben der Treuhandanstalt versus individuelle Vermögensmaximierung der Investoren	24
2.1 Der gesetzliche Auftrag und die Aufgaben der Treuhandanstalt	24
2.2 Gesetzliche Restriktionen der Treuhandanstalt	26
2.3 Der Einfluß von Kontrollinstitutionen auf die Privatisierungstätigkeit der Treuhandanstalt	27
2.4 Die Motive potentieller Investoren	32
2.5 Das Paradoxon und die zentrale Hypothese	35
3. Besonderheiten bei der Bewertung sanierungsbedürftiger Unterneh- mungen in einem unsicheren Umfeld und die Konsequenzen für die Wahl des Bewertungsmodells	36
3.1 Unternehmensbewertung im Privatisierungskontext	36
3.2 Besonderheiten bei der Bewertung sanierungsbedürftiger Unterneh- mungen im Umfeld der volkswirtschaftlichen Transformation	37
4. Anwendung finanzieller Optionsbewertungsmodelle auf Realinvestitionen	39
4.1 Übersicht über Bewertungsverfahren der finanziellen Optionstheorie als Ausgangsbasis für die Bewertung von Realoptionen	39
4.1.1 Definitionen und Annahmen	39
4.1.2 Binomialmodell	41
4.1.3 Black-Scholes-Modell	43
4.1.4 Zusammenfassung	46
4.2 Erkenntnisgegenstand und Vorteile einer auf Realinvestitionen über- tragenen Optionstheorie	47
4.3 Unternehmensbewertung mit Hilfe der Optionsbewertung	51
4.4 Die Timing-Option	52
4.5 Die Expansions-Option	58
4.6 Die Kontraktions-Option	59
4.7 Die Desinvestitions-Option	60
4.8 Die Switching-Option	62
4.9 Grenzen einer Anwendung von Optionsbewertungsmodellen auf Realinvestitionen	64
4.10 Zwischenergebnis	65

2. Kapitel

Veikel zur Durchführung von Unternehmenstransaktionen im Lichte von Reoptionen

1. Systematisierung von Unternehmenstransaktionen	67
1.1 Privatisierungsmodelle: Auktionsmodell vs. Verhandlungsmodell	67
1.1.1 Das Auktionsmodell	67
1.1.2 Das Verhandlungsmodell	69
1.1.3 Vermarktungsverfahren in der Praxis	71
1.1.3.1 Der freihändige Verkauf	71
1.1.3.2 Das Bietverfahren	72
1.1.3.3 Die beschränkte Ausschreibung	73
1.1.3.4 Die öffentliche Ausschreibung	74
1.1.3.5 Die öffentliche Auktion	78
1.1.4 Vergleichende Analyse der Vermarktungsverfahren im Hinblick auf Reoptionen und Zusammenfassung	80
1.2 Die Instrumente des Privatisierungsmarketings	87
1.2.1 Die organisatorischen Einheiten zur Dezentralisierung des Privatisierungsmarketings	88
1.2.2 Die Maßnahmen des Privatisierungsmarketings in Abhängigkeit der Unternehmensspezifika	89
1.2.3 Reoptionen bei Privatisierungsmarketing-Instrumenten	89
1.3 Die Durchführung der Unternehmenstransaktionen: operative Verkaufsverfahren	90
1.3.1 Das Grundmodell	90
1.3.2 Sonderformen nach Zielpersonen	91
1.3.2.1 Management-Buyout (MBO) und Management-Buyin (MBI)	91
1.3.2.2 Institutional Buyouts (IBO)	99
1.3.3 Sonderformen nach besonderen Privatisierungsvorbereitungen der Treuhand-Unternehmungen	101
1.3.3.1 Die Management-Kommanditgesellschaften	101
1.3.3.2 Die Privatisierung aus der Liquidation heraus	103
1.3.3.3 Das Tenderverfahren	106
1.4 Zwischenergebnis	107
2. Rechtliches Umfeld und Kaufvertragsarrangements mit der Privatisierungsagentur	108
2.1 Kaufvertragliche Absicherungen der Privatisierungsagentur	109
2.1.1 Beschäftigungsverpflichtungen	109
2.1.2 Investitionsverpflichtungen	110
2.1.3 Betriebsfortführungsklauseln	112
2.1.4 Nachbewertungsklauseln	113
2.1.5 Klauseln zur Berücksichtigung von Umweltaltlasten	115
2.1.6 Einzelverwertungsklauseln ("Spekulationsklauseln")	122
2.1.7 Gewährleistungsklauseln und Rechtsfolgen bei deren Verletzungen	125
2.2 Regelungen des Restitutionsverfahrens	128
2.2.1 Begriffliche Grundlagen der Restitutionsregelung	129

2.2.2	Gesetzgebungschronik der Restitutionsregelungen	130
2.2.3	Grundsatz der Rückübertragung und Verfügungssperre	130
2.2.3.1	Erkundigungen über Rückübertragungsansprüche	133
2.2.3.2	Ausnahmen vom Grundsatz der Restitution	134
2.2.3.3	Einvernehmliche Regelungen zwischen Anspruchsteller und Verfügungsberechtigten	137
2.2.4	Durchbrechung der Verfügungsbeschränkung durch investive Verwendungen	138
2.2.4.1	Investitionsgesetz (BInvG) vom 23. September 1990 und Hemmnisbeseitigungsgesetz (PrHBG) vom 22. März 1991	139
2.2.4.2	§ 3 Abs. 6-8 VermG	143
2.2.4.3	Investitionsvorrangverfahren nach § 3a VermG	144
2.2.4.4	Investitionsvorranggesetz (InvVG) vom 14. Juli 1992	155
2.3	Kaufvertragsarrangements ohne (direkte) Wirkung auf Realoptionen der Treuhand-Unternehmungen	162
2.3.1	Nichtberücksichtigung von unbekanntem erheblichen Vermögenswerten bei der Kaufpreisbildung	162
2.3.2	Abtretung von einzelwertberechtigten Forderungen	163
2.3.3	Rückstellungsklauseln	163
2.3.4	Steuerklauseln	164
3.	Die Privatisierung von Treuhand-Unternehmungen und die Dimension Zeit	165
3.1	Übertragung der Zeitwerterkenntnisse der finanziellen Optionstheorie auf das Underlying Asset Treuhand-Unternehmung	165
3.2	Abhängigkeit des Preises von der Verweildauer der Unternehmung auf dem Markt für Unternehmungen	166
4.	Zwischenergebnis	167
3. Kapitel		
Statistische Untersuchungen		169
1. Der Stichprobenumfang		169
2. Indikatoren für die statistische Analyse		180
2.1	Konzeption der Variablen für die Regressionsanalyse	180
2.2	Die Datenstruktur	187
2.2.1	Die Gesamtstichprobe	187
2.2.2	Mergers & Acquisitions	187
2.2.3	Management-Buyouts	188
2.2.4	Management-Buyins	188
3. Übersicht der wichtigsten Indikatoren im Vergleich zwischen M&A-, MBO- und MBI-Transaktionen		189
3.1	Definitionen einiger zusätzlicher Indikatoren	189
3.2	Komparative Analyse der umsatznormierten Kaufpreise (Umsatzmultiplikatoren) nach Investorengruppen und Branchen	190
3.3	Komparative Analyse der umsatznormierten Investitionszusagen nach Investorengruppen und Branchen	192

3.4	Komparative Analyse der umsatznormierten Arbeitsplatzgarantien nach Investorengruppen und Branchen	193
3.5	Komparative Analyse der AER	195
3.6	Komparative Analyse der PQI	196
3.7	Komparative Analyse der PQA	197
3.8	Schlußfolgerungen und weitere Vorgehensweise	199
4.	Regressionsanalysen	200
4.1	Analyse der Gesamtbeobachtungen	200
4.2	Analyse reiner Unternehmenszusammenschlüsse und -übernahmen durch Unternehmungen (M&A)	210
4.3	Analyse von Management-Buyouts	218
4.4	Analyse von Management-Buyins	224
4.	Kapitel	
	Schlußbetrachtung	231
	Anhänge	237
A	Nettoproduktion im verarbeitenden Gewerbe in den neuen Bundesländern in der Zeit vom dritten Quartal 1990 bis Ende 1992	237
B	Mittelwerte, Standardabweichungen, Maxima und Minima der betrachteten Indikatoren	238
C	Partielle Korrelationskoeffizienten	240
	Quellenverzeichnis	245

Verzeichnis der Abbildungen

Abb. 1: Die Kaufmotive der Akquisiteure von Treuhandunternehmen	34
Abb. 2: Kapitalwert einer sofortigen Investition versus Kapitalwert mit Timing-Option	54
Abb. 3: Black-Scholes-Aktienkaufoptionswerte als Funktion des Aktienkurses .	55
Abb. 4: Entscheidungsbaum mit Timing-Option	56
Abb. 5: Entscheidungsbaum mit einer Expansions-Option	59
Abb. 6: Entscheidungsbaum mit einer Kontraktions-Option	60
Abb. 7: Entscheidungsbaum mit einer Desinvestitions-Option	61
Abb. 8: Entscheidungsbaum mit einer Switching-Option	63
Abb. 9: Die Einordnung der Treuhand-Vermarktungsverfahren zwischen reinem Verhandlungsmodell und reinem Auktionsmodell	80
Abb. 10: Unternehmenspreise mit resp. ohne Liquidations-Option des Verkäufers in Abhängigkeit der Unternehmensqualität.	105
Abb. 11: Verteilung der Stichprobe nach Jahresquartalen und M&A-, MBO- und MBI-Privatisierungen für den Zeitraum 1990 bis Ende 1993 (100%=Anzahl der Gesamtbeobachtungen eines Quartals)	175
Abb. 12: Verteilung der Stichprobe nach Jahresquartalen und M&A-, MBO- und MBI-Privatisierungen für den Zeitraum 1990 bis Ende 1993 (100%=Anzahl der Gesamtbeobachtungen der Stichprobe)	176
Abb. 13: Verteilung der Stichprobe nach Branchen und M&A-, MBO- und MBI-Privatisierungen für den Zeitraum 1990 bis Ende 1993 (100%=Anzahl der Gesamtbeobachtungen einer Branche)	178
Abb. 14: Verteilung der Stichprobe nach Branchen und M&A-, MBO- und MBI-Privatisierungen für den Zeitraum 1990 bis Ende 1993(100%=Anzahl der Gesamtbeobachtungen der Stichprobe)	179
Abb. 15: Berechnung des Nettoverkaufserlöses für eine Treuhand-Unternehmung	181
Abb. 16: Durchschnittliche Kaufpreise für DM 1,- übernommenen Umsatz (in Tausend DM) für die Gesamtbeobachtungen, M&As, MBOs und MBIs nach Branchen für den Zeitraum 1990 bis 1993	190
Abb. 17: Durchschnittliche Investitionszusagen pro DM 1,- übernommenen Umsatz (Angaben in Tausend DM) für die Gesamtbeobachtungen, M&As, MBOs und MBIs nach Branchen für den Zeitraum 1990 bis 1993 . . .	192
Abb. 18: Durchschnittliche Arbeitsplatzgarantien pro DM 1,- übernommenen Umsatz für die Gesamtbeobachtungen, M&As, MBOs und MBIs nach Branchen für den Zeitraum 1990 bis 1993	194
Abb. 19: Durchschnittliche AER für die Gesamtbeobachtungen, M&As, MBOs und MBIs nach Branchen für den Zeitraum 1990 bis Ende 1993	195
Abb. 20: Durchschnittliche PQI für die Gesamtbeobachtungen, M&As, MBOs und MBIs nach Branchen für den Zeitraum 1990 bis Ende 1993	197
Abb. 21: Durchschnittliche PQA für die Gesamtbeobachtungen, M&As, MBOs und MBIs nach Branchen für den Zeitraum 1990 bis 1993	198

Verzeichnis der Tabellen

Tab. 1:	Kritische Kapitalwerte [TDM] incl. Timing-Optionswerte	57
Tab. 2:	Preiskategorien der Treuhand-Initiative Mittelstand	76
Tab. 3:	Restriktionen bzw. Unterstützungen von Realoptionen durch Unternehmensverkaufsverfahren	82
Tab. 4:	Struktur der privatisierten Treuhand-Unternehmungen und der MBO-Unternehmungen nach Wirtschaftsbereichen - Stand März 1993 . . .	94
Tab. 5:	Unternehmensgrößenstruktur der im Wege von Management-Buyouts privatisierten Unternehmungen - Stand: März 1993	96
Tab. 6:	Gesetzgebungschronik der Unternehmensrestitution und des Unternehmensverkaufs an Dritte	131
Tab. 7:	Vertragliche Angaben in der Stichprobe	170
Tab. 8:	Stichprobe der 2.609 Beobachtungen im Vergleich mit der Grundgesamtheit nach Jahres-Quartalen	173
Tab. 9:	Verteilung der Stichproben nach Jahresquartalen und M&A, MBO und MBI	174
Tab. 10:	Verteilung der Privatisierungskontrakte nach Branchengruppen . . .	177
Tab. 11:	Die in den Regressionen verwendeten Variablen und ihre Inhalte . .	183
Tab. 12:	Rangfolge von M&As, MBOs und MBIs nach arithmetischen Mitteln für Kaufpreis/Umsatz, Invest.garantien/Umsatz, Arbeitsplatzgarantien/Umsatz, AER, PQI und PQA für den Zeitraum 1990 bis 1993 .	199
Tab. 13:	Verteilung der Privatisierungskontrakte und der Indikatoren der gesamten Beobachtungen nach Branchengruppen	201
Tab. 14:	Regressionsergebnisse aller Beobachtungen nach Branchengruppen	203
Tab. 14a:	Beta-Koeffizienten aller Beobachtungen nach Branchengruppen . . .	209
Tab. 15:	Verteilung der Privatisierungskontrakte und der Indikatoren der M&A-Beobachtungen nach Branchengruppen	211
Tab. 16:	Regressionsergebnisse der M&A-Beobachtungen nach Branchengruppen	213
Tab. 16a:	Beta-Koeffizienten der M&A-Beobachtungen nach Branchengruppen	218
Tab. 17:	Verteilung der Privatisierungskontrakte und der Indikatoren der MBO-Privatisierungen nach Branchengruppen	219
Tab. 18:	Regressionsergebnisse der MBO-Beobachtungen nach Branchengruppen	221
Tab. 18a:	Beta-Koeffizienten der MBO-Beobachtungen nach Branchengruppen	224
Tab. 19:	Verteilung der Privatisierungskontrakte und der Indikatoren der MBI-Privatisierungen nach Branchengruppen	225
Tab. 20:	Regressionsergebnisse der MBI-Beobachtungen nach Branchengruppen	226
Tab. 20a:	Beta-Koeffizienten der MBI-Beobachtungen nach Branchengruppen	229
Tab. 21:	Rangfolge der Privatisierungsergebnisse nach Investorengruppen . .	234