

Inhaltsüberblick	Seite
1. Einleitung	1
1.1 Problemstellung	1
1.2 Vorgehensweise	2
2. Problemabgrenzung	5
2.1 Begriffserklärungen	5
2.2 Definition des LMBO einer Publikumsgesellschaft als Untersuchungsgegenstand	16
3. Partielle Erklärungsansätze zu LMBO	19
3.1 Steuerersparnisse durch LMBO	19
3.2 Portefeuilleentscheidung des Managers als Grund zur LMBO-Durchführung	22
3.3 Einsparungen von Publizitätskosten der Publikums- gesellschaft durch LMBO	32
3.4 Umverteilungen zu Lasten von Mitarbeitern und Altschuldnern als LMBO-Ursache	33
4. Kontrollprobleme von Großunternehmen in Streubesitz als Hauptursache von LMBO	36
4.1 Vorteile der Publikumsgesellschaft	36
4.2 Interessendivergenzen und Informationsasymmetrien durch Trennung von Eigentum und Kontrolle	37
4.3 Verhaltensrisiken der Manager	39
4.4 Möglichkeiten direkter Informationssuche und Kontrolle zur Minderung der Verhaltensrisiken	52
4.5 Information und Kontrolle durch Marktkräfte	61
4.6 Erfolgsabhängige Managerentlohnung	73
4.7 Zusammenfassung der Bedeutung der Kontrollprobleme von Publikumsgesellschaften für die Erklärung eines LMBO	81
5. LMBO als alternative Anreizstruktur zur Minderung der Kontrollprobleme der Publikumsgesellschaft	83
5.1 Nutzen und Kosten der Charakteristika der Anreiz- struktur des LMBO	83
5.2 Hohe Managerbeteiligung beim LMBO	84
5.2.1 Interessenannäherung durch hohe Managerbeteiligung	84
5.2.2 Wirkung der LMBO-Beteiligung auf Verhaltensrisiken	84

5.2.3 Signaleffekt der Beteiligung hinsichtlich Manager- und Unternehmensqualität	88
5.2.4 Risikoallokation der LMBO-Beteiligung aus Sicht der Manager	89
5.3 Eigenkapitalintermediation beim LMBO	96
5.3.1 Kontrolle der Manager durch LMBO-Spezialisten	96
5.3.2 Kontrollkosten wegen Einführung eines LMBO-Spezialisten	100
5.4 Verschuldungserhöhung beim LMBO	108
5.4.1 Verhaltensbeeinflussung der Manager durch Verschuldungserhöhung beim LMBO	108
5.4.2 Ermöglichung einer hohen Managerbeteiligung durch hohe Verschuldung beim LMBO	112
5.4.3 Informationsprobleme der Verschuldungserhöhung beim LMBO	114
5.4.3.1 Mögliche Informationsprobleme hoher Verschuldung	114
5.4.3.2 Mögliche Gegenmaßnahmen der LMBO-Gläubiger	124
5.4.3.3 Typische Formen von Fremdkapital bei LMBO	136
5.4.3.4 Externer Effekt des Eigenkapitalintermediärs auf die Verschuldungsbeziehung beim LMBO	146
5.5 Zyklen der Vorteilhaftigkeit von LMBO	150
5.5.1 Zeitlicher Verlauf des Kontrollnutzens eines LMBO	150
5.5.2 Organisationskosten eines LMBO	155
5.5.3 LMBO als Zyklus eines Großunternehmens	157
5.5.4 Bedeutung des LMBO-Zyklus für die Entscheidungssituation von Managern und Kreditgebern	161
6. Empirische Befunde zu LMBO in den USA	164
7. Gründe für das Fehlen von LMBO in Deutschland	176
8. Zusammenfassung der Ergebnisse und Ausblick	190

Inhaltsverzeichnis	Seite
1. Einleitung	1
1.1 Problemstellung	1
1.2 Vorgehensweise	2
2. Problemabgrenzung	5
2.1 Begriffserklärungen	5
2.1.1 Definitionsprobleme verschiedener Übernahmebegriffe	5
2.1.2 Veränderung des Verschuldungsgrades als Unterscheidungskriterium	5
2.1.3 Veränderung der Eigenkapitalbeteiligung der Manager als Unterscheidungskriterium	7
2.1.4 Existenz eines institutionellen Investors als Unterscheidungskriterium	8
2.1.5 Freundlichkeit/Feindlichkeit der Übernahme als Unterscheidungskriterium	8
2.1.6 Position von Managern und Mitarbeitern vor und nach der Übernahme als Unterscheidungskriterium	9
2.1.7 Anzahl und Art der Eigentümer des Unternehmens vor der Übernahme als Unterscheidungskriterium	11
2.1.8 Größe des übernommenen Unternehmens als Unterscheidungskriterium	13
2.1.9 Buy-out oder Cash-out als Unterscheidungskriterium	14
2.1.10 Verschiedene Übernahmetypen als Kombination der einzelnen Kriterienausprägungen	15
2.2 Definition des LMBO einer Publikumsgesellschaft als Untersuchungsgegenstand	16

	IV
3. Partielle Erklärungsansätze zu LMBO	19
3.1 Steuerersparnisse durch LMBO	19
3.2 Portfeuilleentscheidung des Managers als Grund zur LMBO-Durchführung	22
3.2.1 Hohe Managerbeteiligungen beim LMBO aus der Sicht des Grundmodells des CAPM	22
3.2.2 Hohe Managerbeteiligungen beim LMBO aus Sicht des CAPM mit heterogenen Erwartungen	25
3.2.3 Hohe Managerbeteiligungen beim LMBO aus Sicht des CAPM mit nonmarketable assets	29
3.3 Einsparungen von Publizitätskosten der Publikumsgesellschaft durch LMBO	32
3.4 Umverteilungen zu Lasten von Mitarbeitern und Altschuldnern als LMBO-Ursache	33
3.4.1 Bruch impliziter Verträge gegenüber Mitarbeitern	33
3.4.2 Umverteilung zu Lasten der alten Gläubiger	34
4. Kontrollprobleme von Großunternehmen in Streubesitz als Hauptursache von LMBO	36
4.1 Vorteile der Publikumsgesellschaft	36
4.2 Interessendivergenzen und Informationsasymmetrien durch Trennung von Eigentum und Kontrolle	37
4.3 Verhaltensrisiken der Manager	39
4.3.1 Prinzipal-Agent-Beziehung und Agency-Kosten	39
4.3.2 Verhaltensrisiken als Folge der Interessendivergenzen und Informationsasymmetrien	40
4.3.3 Unzureichendes Anstrengungsniveau der Manager	41
4.3.4 Umverteilung von Unternehmensressourcen zugunsten der Manager	44
4.3.5 Investitions- und Finanzierungsentscheidungen auf Grundlage der Risikopräferenzen der Manager	45

4.4	Möglichkeiten direkter Informationssuche und Kontrolle zur Minderung der Verhaltensrisiken	52
4.4.1	Informationssuche und Kontrolle als Kosten-Nutzen-Abwägung	52
4.4.2	Organisations- und Einigungskosten von Kontrolle durch die Anteilseigner	53
4.4.3	Informations- und Kontrollorgane in der Unternehmensverfassung	56
4.4.4	Delegierte Kontrolle durch Konzernmanager	60
4.5	Information und Kontrolle durch Marktkräfte	61
4.5.1	Managermarkt	61
4.5.2	Gütermarkt	63
4.5.3	Aktienmarkt	65
4.5.4	Market for Corporate Control	68
4.6	Erfolgsabhängige Managerentlohnung	73
4.6.1	Grundlegende Überlegungen zu Anreizverträgen	73
4.6.2	Möglichkeiten der Nutzung von erfolgsabhängiger Entlohnung in Publikumsgesellschaften	75
4.7	Zusammenfassung der Bedeutung der Kontrollprobleme von Publikumsgesellschaften für die Erklärung eines LMBO	81
5.	LMBO als alternative Anreizstruktur zur Minderung der Kontrollprobleme der Publikumsgesellschaft	83
5.1	Nutzen und Kosten der Charakteristika der Anreizstruktur des LMBO	83
5.2	Hohe Managerbeteiligung beim LMBO	84
5.2.1	Interessenannäherung durch hohe Managerbeteiligung	84
5.2.2	Wirkung der LMBO-Beteiligung auf Verhaltensrisiken	84
5.2.2.1	Anstrengungsniveau	84
5.2.2.2	Ressourcenumverteilung	85
5.2.2.3	Risikopolitik	87
5.2.3	Signaleffekt der Beteiligung hinsichtlich Manager- und Unternehmensqualität	88

5.2.4	Risikoallokation der LMBO-Beteiligung aus Sicht der Manager	89
5.2.4.1	Übertragung unsystematischen Risikos auf die Manager durch den LMBO	89
5.2.4.2	Ausgangssituation der Manager vor dem LMBO	91
5.2.4.3	Berücksichtigung des Market for Corporate Control bei der Entscheidungssituation der LMBO-Manager	94
5.3	Eigenkapitalintermediation beim LMBO	96
5.3.1	Kontrolle der Manager durch LMBO-Spezialisten	96
5.3.1.1	Bündelung der Interessen der Anteilseigner	96
5.3.1.2	Wirkung der Eigenkapitalintermediation auf das Managerverhalten beim LMBO	97
5.3.2	Kontrollkosten wegen Einführung eines LMBO-Spezialisten	100
5.3.2.1	Informationskosten des Eigenkapitalintermediärs vor Durchführung des LMBO	100
5.3.2.2	Zusätzliche Agency-Beziehung durch LMBO-Spezialisten	102
5.4	Verschuldungserhöhung beim LMBO	108
5.4.1	Verhaltensbeeinflussung der Manager durch Verschuldungserhöhung beim LMBO	108
5.4.2	Ermöglichung einer hohen Managerbeteiligung durch hohe Verschuldung beim LMBO	112
5.4.3	Informationsprobleme der Verschuldungserhöhung beim LMBO	114
5.4.3.1	Mögliche Informationsprobleme hoher Verschuldung	114
5.4.3.1.1	Struktur der Interessendivergenz beim LMBO	114
5.4.3.1.2	Probleme aus Informationsasymmetrien vor LMBO-Durchführung	116

5.4.3.1.3	Probleme aus Informationsasymmetrien nach LMBO-Durchführung	119
5.4.3.1.3.1	Dividend Payout	119
5.4.3.1.3.2	Claim Dilution	120
5.4.3.1.3.3	Asset Substitution	121
5.4.3.1.3.4	Underinvestment	122
5.4.3.2	Mögliche Gegenmaßnahmen der LMBO-Gläubiger	124
5.4.3.2.1	Informationssuche und Kontrolle	124
5.4.3.2.2	Vereinbarung dinglicher Sicherheiten bei der LMBO-Fremdfinanzierung	131
5.4.3.2.3	Beteiligung des Kreditgebers am Erfolg des LMBO-Unternehmens	133
5.4.3.3	Typische Formen von Fremdkapital bei LMBO	136
5.4.3.3.1	High-Yield Bonds	136
5.4.3.3.1.1	High-Yield Bonds als Form der Fremdfinanzierung ohne Finanzintermediär	136
5.4.3.3.1.2	Vermeidung von Kreditgebereingriffen bei High-Yield Bonds	139
5.4.3.3.1.3	Sicherungsmaßnahmen zugunsten der Kreditgeber	141
5.4.3.3.2	Mezzanine-Kapital	145
5.4.3.4	Externer Effekt des Eigenkapitalintermediärs auf die Verschuldungsbeziehung beim LMBO	146
5.5	Zyklen der Vorteilhaftigkeit von LMBO	150
5.5.1	Zeitlicher Verlauf des Kontrollnutzens eines LMBO	150
5.5.2	Organisationskosten eines LMBO	155
5.5.3	LMBO als Zyklus eines Großunternehmens	157
5.5.4	Bedeutung des LMBO-Zyklus für die Entscheidungssituation von Managern und Kreditgebern	161

6. Empirische Befunde zu LMBO in den USA	164
6.1 Leistungswirtschaftliche Eigenschaften von LMBO-Unternehmen	164
6.2 Finanzwirtschaftliche Eigenschaften vor dem LMBO	166
6.3 Haupteigenschaften der Anreizstruktur eines LMBO	168
6.3.1 Hohe Eigenkapitalanteile der Manager	168
6.3.2 Eigenkapitalbündelung durch einen Eigenkapitalintermediär	171
6.3.3 Erhöhung des Verschuldungsgrades durch LMBO	172
6.4 Marktwertsteigernde Unternehmenspolitik durch LMBO	173
6.5 LMBO-Zyklen	175
7. Gründe für das Fehlen von LMBO in Deutschland	176
7.1 Managerübernahmen mittelständischer Unternehmen	176
7.2 LMBO und externe Übernahmen von Publikumsgesellschaften in Deutschland	178
7.2.1 Verbreitung von LMBO und externen Übernahmen in Deutschland	179
7.2.2 Umfang diskretionärer Managerspielräume in Deutschland	180
7.2.2.1 Anzeichen für vergleichsweise geringe diskretionäre Spielräume	181
7.2.2.2 Anzeichen für vergleichsweise hohe diskretionäre Spielräume	185
7.2.3 Rahmenbedingungen des Market for Corporate Control	187
8. Zusammenfassung der Ergebnisse und Ausblick	190
8.1 Zusammenfassung der Ergebnisse	190
8.2 Ausblick	193



<b>Anhang</b>	<b>196</b>
<b>Literaturverzeichnis</b>	<b>198</b>
<b>Lebenslauf</b>	<b>219</b>
<b>Eidesstattliche Erklärung</b>	<b>221</b>