

# Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis .....	9
Literaturverzeichnis .....	17
Abkürzungsverzeichnis .....	39
<b>A. Einleitung</b> .....	<b>43</b>
<b>B. Grundlagen des Management Buyouts</b> .....	<b>45</b>
I. Begriffsbestimmung .....	45
II. Abgrenzung von ähnlichen Instituten .....	48
1. Leveraged Buyout (LBO) .....	48
2. Management Buyin (MBI) .....	49
3. Spin Off .....	49
4. Belegschafts-Buyout .....	50
III. Kriterien zur Beurteilung eines geeigneten Buyout Kandidaten .....	50
1. Finanzkennzahlen .....	50
a. Cash Flow .....	50
b. Dynamischer Verschuldungsgrad .....	51
c. Effektivverschuldung .....	52
2. Strategische und persönliche Kriterien .....	53
a. Branchenposition .....	53
b. Markenprodukte .....	53
c. Lebenszyklus .....	53
d. Qualifiziertes Management .....	54
3. Allgemeine Kriterien .....	55
a. Bilanzaktiva .....	55
b. Realistischer Kaufpreis .....	55
c. Geringer Kapitalaufwand .....	55
IV. Finanzierung des MBO .....	56
1. Finanzierungsarten .....	56
a. Vorrangiges Fremdkapital .....	56
b. Nachrangiges Fremdkapital .....	58
c. Eigenkapital .....	60
2. Finanzierungsablauf .....	62
V. Übernahmekonstruktionen bei MBOs von börsennotierten Aktiengesellschaften .....	63
VI. Langfristige Optionen .....	64

<b>C. MBOs in den USA</b> .....	67
I. Historische Entwicklung.....	67
II. Gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen.....	71
1. Interessenkonflikte (conflict of interests).....	71
2. Einschränkung der Mitwirkungsrechte der Anteilseigner.....	72
3. Herausdrängen der Anteilseigner durch Abfindung.....	72
III. Das Potential zum Mißbrauch beim MBO durch das Management.....	73
1. Widerrechtliche Verwendung von Insider-Informationen.....	73
2. Vornahme der erfolgreichen Maßnahmen erst nach dem MBO.....	74
3. Keine adäquate Vertretung der Aktionäre beim MBO / Interessenkonflikt des Managements.....	75
IV. Verbot von MBOs.....	76
1. Erklärungen für den Agio in MBOs.....	76
a. Ersparnis von agency costs durch das going private.....	77
b. Weitere Ersparnisse durch das going private.....	78
c. Positivere Sichtweise des Managements bezüglich der Zukunft des Unternehmens.....	79
d. Steuerersparnisse.....	81
e. Erhöhtes Risiko für das Management bei Restrukturierungen ...	84
aa. Extravergütung des Managements für Risikobereitschaft.....	86
bb. Verhalten des Managements bei Hostile Takeovers.....	87
2. Zum Verbot von MBOs.....	87
V. Verhaltenspflichten des Managements.....	90
1. Business Judgment Rule.....	90
2. Duty of Care.....	91
3. Duty of Loyalty.....	92
4. Überblick über die Business Judgment Rule und die Bewertung von MBO-Vorschlägen.....	92
VI. Bundesgesetzliche Regelung des MBO.....	95
VII. Einzelstaatliche going private Vorschriften.....	97
VIII. Gerichtliche Regelung des MBO.....	98
1. Weinberger v. UOP Inc.....	99
2. Fair Price.....	100
a. Bewertungsmethoden beim Fair Price.....	101
aa. Delaware Block Method.....	101
bb. Ansicht des Delaware Supreme Court in Weinberger v. UOP Inc.....	101
b. Problem der Gerichte mit der Bewertung des Fair Price.....	102
3. Fair Dealing - Mechanismen zur Ermittlung eines Fair Price.....	103
a. Appraisal Right.....	103

b.	Aktionärsabstimmung durch die nicht mit der MBO-Gruppe verbundenen Aktionäre.....	104
c.	Fairness Opinion .....	107
aa.	Fairness Opinion und die Treuepflicht der Direktoren .....	108
bb.	Mängel der Fairness Opinion .....	109
(1)	Das Problem des Ermessens der Investment Banker .....	109
(2)	Das Definitionsproblem beim Fair Price.....	110
(3)	Das Bewertungsproblem beim Fair Price.....	112
(4)	Das Problem des Interessenkonflikts .....	112
(5)	Die Honorarstruktur .....	113
(6)	Das Bestreben Klienten anzuziehen und zu behalten .....	114
(7)	Psychologische und gesellschaftliche Faktoren .....	115
cc.	Mögliche Einwände gegen diese Analyse .....	116
(1)	Der professionelle Ruf der Investment Banker.....	116
(2)	Interne Verfahren und Richtlinien.....	118
dd.	Einseitige Informationsbeschaffung.....	118
ee.	Reformvorschläge der Literatur zur Fairness Opinion.....	119
(1)	Eingehendere gerichtliche Überprüfung der Definitionen des Fair Price.....	119
(2)	Eingehendere gerichtliche Überprüfung der Bewertungsmaßstäbe beim Fair Price.....	120
(3)	Strengere Haftung der Investment Banker.....	121
(4)	Eingehendere gerichtliche Überprüfung der Investment Banker - Direktoren Beziehung.....	123
(5)	Strengere Haftung der Direktoren .....	124
d.	Independent Directors' Committee .....	125
aa.	Independent Directors' Committee und die Treuepflicht der Direktoren .....	125
bb.	Kritik am Independent Directors' Committee.....	127
cc.	Bewertung des Independent Directors' Committee durch die Gerichte.....	129
dd.	Reformvorschläge der Literatur .....	131
e.	Auktion .....	133
aa.	Barrieren, die vom Management bei Auktionen aufgebaut werden .....	133
bb.	Argumente für und gegen solche Barrieren.....	134
cc.	Gerichtliche Bewertung solcher Barrieren .....	137
dd.	Die Strukturierung des Auktionsvorgangs und die Anwendung der Business Judgment Rule .....	142
(1)	Gerichtsurteile, die Entscheidungen des board of directors annullieren .....	142

(2) Gerichtsurteile, die Entscheidungen des board of directors aufrechterhalten.....	146
ee. Besteht eine Pflicht des board of directors eine poison pill bei der Durchführung einer Auktion zurückzunehmen?.....	149
ff. Constituencies .....	150
gg. Die Bereitstellung vertraulicher Informationen in einer Auktion .....	152
hh. Market Check und MBO .....	153
(1) In re Fort Howard Corp. Shareholders Litigation.....	153
(2) In re Formica Corp. Shareholders Litigation .....	154
(3) In re Envirodyne Industries, Inc. Shareholders Litigation .....	155
(4) Braunschweiger v. American Home Shield Corp.....	156
(5) Barkan v. Amsted Industries, Inc. ....	157
(6) In re Wheelabrator Technologies Inc. Shareholders Litigation .....	158
ii. Was löst die Revlon-Pflicht der Direktoren aus, eine Auktion des Unternehmens durchzuführen ? .....	159
(1) Ivanhoe Partners, Inc. v. Newmont Mining Corp. ....	160
(2) Black & Decker Corp. v. American Standard, Inc. ....	161
(3) Robert M. Bass Group, Inc. v. Evans.....	162
(4) Mills Acquisition Corp. v. Macmillan, Inc. ....	162
(5) Paramount-Entscheidungen.....	163
(6) Bewertung der Paramount-Entscheidung des Delaware Supreme Court .....	166
jj. Auktionstheorie.....	169
IX. Reformvorschläge.....	179
1. Obligatorische Auktionen (mandated auctions) .....	179
2. Entwurf des American Law Institute zu MBOs.....	180
3. Literaturstimmen zum Entwurf des American Law Institute.....	185
4. Independent Special Review Person .....	186
5. Offenlegung von Soft Information .....	186
a. Definition von Soft Information .....	187
b. Ziel der Offenbarungspflicht .....	187
c. Die Einstellung der SEC gegenüber Soft Information.....	189
d. Offenlegungspflichten für Unternehmen .....	190
e. Die Einstellung der Gerichte Delawares gegenüber Soft Information .....	193
f. Die Einstellung der Bundesgerichte und des U.S. Supreme Courts gegenüber Soft Information .....	200
aa. Überblick über die U.S. Supreme Court Entscheidung Basic, Inc. v. Levinson.....	200

bb. Die Einstellung der Bundesgerichte gegenüber Soft Information .....	200
cc. Kritische Auseinandersetzung mit der bundesgerichtlichen Einstellung .....	201
dd. 'Materiality'-Maßstab des Supreme Court .....	202
ee. Stellungnahmen der Literatur zur Basic-Entscheidung .....	203
ff. Anwendung des Basic 'materiality' - Maßstabs auf die Offenlegung von Soft Information .....	205
gg. Anwendung des Basic 'materiality' - Maßstabs auf MBO-Verhandlungen .....	205
h. Reformvorschläge der Literatur .....	206
aa. Sollte eine Pflicht der MBO-Gruppe bestehen, ihren 'reservation price' zu veröffentlichen? .....	206
bb. Offenlegungspflicht des Managements von Soft Information bei MBOs .....	208
(1) Auslösendes Ereignis für die Offenlegungspflicht .....	208
(2) Inhalt der Offenlegungspflicht .....	208
(3) Vor- und Nachteile einer Offenlegungspflicht von Soft information bei MBOs .....	209
(a) Das Risiko der Irreführung der Aktionäre/Anleger .....	209
(b) Verfügbarkeit von Soft Information für die Aktionäre ohne Offenlegungspflicht .....	212
(c) Die Befürchtung übermäßiger Kosten .....	213
(d) Wettbewerbsnachteile für das Unternehmen durch die Offenlegungspflicht .....	213
(e) Die Gefahr rechtlicher Haftung .....	214
(f) Reichen freiwillige Offenlegungen aus? .....	215
(g) Führt eine Offenlegungspflicht zu vermehrtem Vertrauen in den Kapitalmarkt? .....	217
(h) Folgen der Offenlegungspflicht von Soft Information .....	218
X. Zusammenfassung .....	218
<b>D. MBOs in Deutschland</b> .....	<b>219</b>
I. Ausgangslage .....	219
II. Die Rechtslage in Deutschland .....	220
1. Aktienrechtliche und börsenrechtliche Publizitätspflichten .....	220
a. Mitteilungspflichten gemäß §§ 20, 21 AktG .....	220
b. Publizitätspflicht gemäß § 44a BörsG .....	221
2. Allgemeine Verhaltenspflichten des Managements (Vorstands) .....	222
3. Verhaltenspflichten des Managements beim MBO .....	222

a.	Verhaltenspflichten des Managements in der Vorbereitungsphase eines MBO .....	222
b.	Aktienkäufe vor Abgabe des Übernahmeangebots durch die MBO-Gruppe .....	226
aa.	Deutsche Insiderhandelsrichtlinie .....	227
bb.	Änderungen durch die Insiderrichtlinie der EG .....	230
c.	Verhaltenspflichten des Managements in der Durchführungsphase des MBO .....	231
aa.	Offenlegungspflichten .....	231
(1)	Bestehen einer Informationspflicht .....	232
(2)	Rechtsgrundlage für die Informationspflicht des Vorstands .....	236
(a)	§§ 76, 93 AktG .....	236
(b)	culpa in contrahendo .....	237
(3)	Umfang der Offenlegungspflicht .....	238
bb.	Verhaltenspflichten des Managements gegenüber Konkurrenzangeboten Dritter .....	240
cc.	MBO als Antwort auf ein "feindliches" Übernahmeangebot .....	242
d.	Weitere Verhaltenspflichten des Managements beim MBO .....	242
III.	Der EG-Richtlinienvorschlag betreffend Übernahmeangebote .....	242
1.	Informationspflichten des EG-Richtlinienentwurfs .....	244
2.	Pflichten der Verwaltung der Zielgesellschaft .....	245
3.	Konkurrenzangebote .....	246
4.	Andere relevante Vorschriften .....	247
IV.	Kontrolle des Managements beim MBO .....	248
1.	Kontrolle des Managements durch die Aktionäre .....	248
2.	Überwachung des Managements durch den Markt für Unternehmenskontrolle .....	249
a.	Der Markt für Unternehmenskontrolle .....	250
b.	Kritik an der Theorie effizienter kontrollmarktlicher Überwachung .....	251
3.	Kontrolle des Managements durch den Aufsichtsrat .....	253
a.	Allgemeine Verhaltenspflichten des Aufsichtsrats .....	253
b.	Verhaltenspflichten des Aufsichtsrats beim MBO .....	254
c.	Die Praxis der Aufsichtsratsüberwachung .....	258
d.	Vorschläge der Literatur zur Verbesserung der Aufsichtsratsstätigkeit .....	260
aa.	Verringerung der Anzahl zulässiger Mandate .....	260
bb.	Verbesserung der Zusammensetzung von Aufsichtsräten .....	261
cc.	Qualifikationsnachweis für Aufsichtsratsmitglieder .....	261
dd.	Professionalisierung der Überwachungsausübung .....	261

ee. Grundsätze einer ordnungsmäßigen Überwachung .....	261
ff. Verstärkte Zusammenarbeit von Aufsichtsrat und Abschlußprüfer.....	262
gg. Intensivierung der Überwachungstätigkeit .....	262
(1) Erhöhung der Sitzungsfrequenz .....	262
(2) Bildung von Aufsichtsratsausschüssen .....	262
(3) Berichterstattung des Aufsichtsrats .....	263
(4) Haftungsverschärfung .....	263
<b>E. Resümee und Ausblick.....</b>	<b>265</b>
I. Problematik des Rechtsvergleichs .....	265
II. Gemeinsame Aspekte .....	266
III. Publizitätspflichten.....	267
IV. Auktionstheorie .....	269
V. Haftung des Aufsichtsrats.....	270