

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	V
Inhaltsverzeichnis	VII
Abbildungsverzeichnis	XIII
Tabellenverzeichnis	XIX
Abkürzungs- und Symbolverzeichnis	XXI
1. Einleitung	1
1.1. Besondere Erfolgsaussichten von Management Buyouts	2
1.2. Agency-Kontext als Erklärungsmuster	3
1.3. Weitergehender Ansatz der vorliegenden Untersuchung	6
2. Begriffliche Grundlagen	11
2.1. Merkmale des Begriffs Management Buyout (MBO)	11
2.1.1. Begriff Management	15
2.1.2. Höhe der Managementbeteiligung	16
2.1.3. Managementkontrolle ohne Mehrheitsbeteiligung	18
2.1.4. Definition des MBOs	18
2.2. MBO und angrenzende Buyout-Begriffe	19
2.2.1. Leveraged Buyout und MBO	19
2.2.1.1. Leverage-Effekt	20
2.2.1.2. Bedeutung des Fremdkapitalanteils	21
2.2.2. Belegschafts-Buyout und MBO	23
2.2.3. Management Buyin und MBO	25
2.2.4. Owner Buyout und MBO	25
2.2.5. Zusammenfassende Darstellung der Kombinationsformen	26
2.3. Vergleich mit anderen verwandten Begriffen	27
2.3.1. Unternehmensakquisition versus MBO	27
2.3.2. Unternehmensgründung versus MBO	31
2.3.3. Unternehmensfortführung versus MBO	34

2.4. MBO-Typologie nach Verkäufermotiven	35
2.4.1. Nachfolge-MBO	36
2.4.2. Spin Off-MBO	39
2.4.3. Sanierungs-MBO	42
2.4.4. Privatisierungs-MBO	45
2.4.5. Going Private-MBO	47
2.5. Zusammenfassung	48
3. Bisherige empirische Untersuchungen zum Erfolg von MBOs	51
3.1. Ergebnisse aus den USA und Großbritannien	52
3.1.1. Kapitalmarktorientierte Erfolgsmessung	54
3.1.2. Jahresabschlußorientierte Erfolgsmessung	63
3.1.3. Subjektive Erfolgseinschätzung	69
3.1.4. Ereignisorientierte Erfolgseinschätzung	73
3.2. Ergebnisse aus Deutschland	77
3.2.1. Untersuchung von Forst	78
3.2.2. Untersuchung von Gräper	81
3.2.3. Untersuchung von Vest	85
3.2.4. Weitere Untersuchungen	88
3.3. Länderspezifische und übergreifende Kritik	91
4. Vorgehensweise der empirischen Untersuchung	97
4.1. Untersuchungsdesign	97
4.1.1. Schriftliche Managementbefragung	98
4.1.2. Fragebogengestaltung	100
4.2. Datenbasis	102
4.2.1. Entwicklung der Anzahl von Unternehmensakquisitionen	102
4.2.2. Entwicklung der Anzahl von MBOs (Buyouts)	105
4.3. Untersuchungsmenge	110
4.3.1. Antwort- und Rücklaufquote	110
4.3.2. Auswertungsbasis	112
4.3.3. Repräsentativität	113

4.4. Auswertungs- und Darstellungsmethoden	116
4.4.1. Tests auf Zusammenhänge (Unabhängigkeit)	120
4.4.2. Tests auf Unterschiede	122
4.5. Erfolgsklassifikation	125
4.5.1. Unternehmenswertsteigerung als Modell	126
4.5.2. Verwendung von Erfolgskennzahlen	129
4.6. Ermittlung der Erfolgsfaktoren	136
4.6.1. Akquisitionsprozeß als Vergleichsgrundlage	140
4.6.2. MBO-Prozeß	143
4.7. Zusammenfassung	144
5. Erfolgsfaktoren des wirtschaftlichen Umfelds	147
5.1. Konjunkturelle Lage	149
5.2. Kapitalmarktsituation	152
5.3. Branchenabhängigkeit	155
5.3.1. Branchenzugehörigkeit	155
5.3.2. Branchenkonjunktur	158
5.4. Zusammenfassung	159
6. Erfolgsfaktoren auf der Ebene der MBO-Beteiligten	161
6.1. Entscheidungsfeld der bisherigen Eigentümer (Verkäufer)	161
6.1.1. Motivation	162
6.1.2. Gründe für den Verkauf an das Management	167
6.1.3. Nationalität des Verkäuferunternehmens	172
6.1.4. Dauer des Eigentums	174
6.1.5. Einfluß auf die Geschäftspolitik vor dem MBO	176
6.2. Entscheidungsfeld des Managements (Käufer)	178
6.2.1. Motivation	179
6.2.1.1. Alternativen zum MBO	183
6.2.1.2. Strategische Zielsetzung	187
6.2.1.3. Einstellung des gesamten Managements	189

6.2.2. Managementteamstruktur	192
6.2.2.1. Anzahl der Manager	193
6.2.2.2. Anteilsverteilung	196
6.2.3. Qualifikation	198
6.2.3.1. Unternehmenszugehörigkeit	199
6.2.3.2. Ausbildung	201
6.2.3.3. Funktionen	203
6.2.3.4. Alter	205
6.2.3.5. Risikobereitschaft	206
6.2.4. Einflußstruktur vor dem MBO	209
6.2.4.1. Eigenkapitalbeteiligung	210
6.2.4.2. Erfolgsbeteiligung	212
6.3. Zusammenfassung	213
7. Erfolgsfaktoren des MBO-Prozesses	217
7.1. Initiative	217
7.2. Analyse und Bewertung	221
7.2.1. Strategische Analyse	224
7.2.1.1. Umfeldanalyse	225
7.2.1.2. Unternehmensanalyse	226
7.2.1.3. Analyse des Restrukturierungspotentials	229
7.2.2. Finanzwirtschaftliche Analyse	230
7.2.2.1. Analyse von Finanzkennzahlen	231
7.2.2.2. Bewertungsverfahren	236
7.2.2.3. Beratende Parteien	240
7.3. Strukturierung	243
7.3.1. Rechtliche Strukturierung	243
7.3.1.1. Rechtsformwechsel	244
7.3.1.2. Übernahmmodell	246
7.3.2. Finanzielle Strukturierung	253
7.3.2.1. Geschäfts- und Finanzplanung	255
7.3.2.2. Finanzierungsinstrumente	256
7.3.2.2.1. Eigenkapitalanteil	257
7.3.2.2.2. Fremdkapitalstruktur	262

7.3.2.3. Finanzierungsbeteiligte	269
7.3.2.3.1. Management	272
7.3.2.3.2. Kapitalbeteiligungsgesellschaften	276
7.3.2.3.3. Banken	280
7.3.2.3.4. Verkäufer	281
7.4. Verhandlung und Vertragsabschluß	283
7.4.1. Verhandlungssituation	285
7.4.1.1. Alternativen der Verkäufer	285
7.4.1.2. Anzahl der Kaufinteressenten	289
7.4.1.3. Beratende Parteien	291
7.4.1.4. Erfahrungen mit Unternehmenskäufen/-verkäufen	294
7.4.1.5. Verhandlungsdauer	296
7.4.2. Kaufvertragsgestaltung	298
7.4.2.1. Höhe des Kaufpreises	300
7.4.2.2. Zahlungsweise des Kaufpreises	305
7.5. Nach-MBO-Phase	307
7.5.1. Maßnahmen zur Verbesserung der Ausgangsposition	308
7.5.2. Auswirkungen auf indirekt Beteiligte	317
7.5.2.1. Mitarbeiter	318
7.5.2.1.1. Einstellung der Mitarbeiter zum MBO	322
7.5.2.1.2. Motivationsmaßnahmen	323
7.5.2.1.3. Führungsstil	325
7.5.2.2. Lieferanten/Kunden	327
7.5.2.3. Verkäufer	329
7.5.2.4. Andere Personengruppen	330
7.5.3. Ausstieg der Investoren bzw. Änderung der Eigentumsverhältnisse	333
7.5.3.1. Veränderungen des Managementteams	336
7.5.3.2. Veränderung des Eigenkapitalanteils des Managements	339
7.6. Zusammenfassung	340
8. Zusammenfassende Beurteilung und Ausblick	347
Anhang mit Anhangsverzeichnis	XXV
Literaturverzeichnis	XLIX

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1.1:	Subjektive Unternehmenswerte bei Unternehmensakquisitionen und MBOs	2
Abbildung 1.2:	Vorgehensweise der Arbeit	10
Abbildung 2.1:	Primäres Merkmal und sekundäre Merkmale eines MBOs	14
Abbildung 2.2:	Zusammenhang MBO, LBO und LMBO	23
Abbildung 2.3:	MBO-Formen	26
Abbildung 2.4:	Unternehmensgründungsformen-Matrix	32
Abbildung 2.5:	Einordnung des MBOs in Unternehmensakquisition /-gründung	32
Abbildung 2.6:	Nachfolgealternativen	37
Abbildung 2.7:	Zusammenfassende Darstellung von MBO-Begriffen	49
Abbildung 3.1:	Messungskonzepte empirischer Untersuchungen zum Akquisitions- bzw. MBO-Erfolg	53
Abbildung 3.2:	Zeitlicher Ablauf des kapitalmarktorientierten Untersuchungsdesigns	58
Abbildung 4.1:	Entwicklung der Anzahl der Unternehmensakquisitionen in Deutschland	104
Abbildung 4.2:	Entwicklung der MBO-Aktivitäten in Deutschland	107
Abbildung 4.3:	Entwicklungsstand der europäischen Buyout-Märkte	109
Abbildung 4.4:	Verteilung der Unternehmen auf die Bundesländer	116
Abbildung 4.5:	Verwendete Testverfahren auf Unterschiede	124
Abbildung 4.6:	Beurteilungszeitraum	126
Abbildung 4.7:	Trennschärfe des Erfolgsindex	133
Abbildung 4.8:	Erfolgskennzahlen der erfolgreichen und weniger erfolgreichen Unternehmen	136
Abbildung 4.9:	Phasen eines Akquisitionsprozesses	140
Abbildung 4.10:	Phasen eines MBO-Prozesses	143
Abbildung 4.11:	Einordnung des vorliegenden Untersuchungsdesigns	145
Abbildung 4.12:	Untersuchungsablauf auf drei Ebenen	146
Abbildung 5.1:	Untersuchungsergebnis zur zeitlichen Verteilung anhand der Übernahmejahre	148
Abbildung 5.2:	Untersuchungsergebnis zum Wachstum des Bruttoinlandsprodukts	151

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 5.3:	Untersuchungsergebnisse zum durchschnittlichen Zinsniveau	154
Abbildung 5.4:	Untersuchungsergebnis zur Branchenverteilung	157
Abbildung 5.5:	Untersuchungsergebnisse zur Branchenkonjunkturschätzung	159
Abbildung 6.1:	Untersuchungsergebnis zur Verteilung der bisherigen Eigentümer	162
Abbildung 6.2:	Verkäufermotive in Verbindung mit Verkäufergruppen und Rechtsform	165
Abbildung 6.3:	Untersuchungsergebnis zur Verkaufsmotivation	167
Abbildung 6.4:	Untersuchungsergebnis zu den Gründen für den Verkauf ans Management	170
Abbildung 6.5:	Untersuchungsergebnis zur Aggregation von Verkaufsgründen	171
Abbildung 6.6:	Untersuchungsergebnis zur Herkunft der Verkäufer	174
Abbildung 6.7:	Untersuchungsergebnis zur Dauer der Eigentümerschaft der Verkäufer	175
Abbildung 6.8:	Untersuchungsergebnis zum Einfluß der bisherigen Eigentümer vor dem MBO	177
Abbildung 6.9:	Untersuchungsergebnis zu Motiven des Managements	182
Abbildung 6.10:	Untersuchungsergebnis zur Häufigkeit von Alternativen des Managements	184
Abbildung 6.11:	Untersuchungsergebnis zu Alternativen des Managements	186
Abbildung 6.12:	Untersuchungsergebnis zur Fristsetzung für eine Gewinnrealisierung	188
Abbildung 6.13:	Untersuchungsergebnis zur kompletten Teilnahme des vorherigen Managements	190
Abbildung 6.14:	Untersuchungsergebnis zur Häufigkeit von Ablehnungsgründen des nicht teilnehmenden Managements	191
Abbildung 6.15:	Untersuchungsergebnis zu Ablehnungsgründen des nicht teilnehmenden Managements	192
Abbildung 6.16:	Untersuchungsergebnis zur Anzahl der Manager im Managementteam	196
Abbildung 6.17:	Untersuchungsergebnis zur Eigenkapitalverteilung im Managementteam	197
Abbildung 6.18:	Untersuchungsergebnis zur Eigenkapitalverteilung im Managementteam bei expliziter Berücksichtigung von Ein-Mann-MBOs	197

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 6.19: Untersuchungsergebnis zur Unternehmenszugehörigkeit der Manager	200
Abbildung 6.20: Untersuchungsergebnis zur Ausbildung der Manager	202
Abbildung 6.21: Untersuchungsergebnis zu den Funktionen der Manager	204
Abbildung 6.22: Untersuchungsergebnis zum Alter der Manager	206
Abbildung 6.23: Untersuchungsergebnis zum eingegangenen Risiko der Manager	207
Abbildung 6.24: Untersuchungsergebnis zur Höhe des Kapitaleinsatzes der Manager	208
Abbildung 6.25: Untersuchungsergebnis zum Einfluß der Manager vor dem MBO	209
Abbildung 6.26: Untersuchungsergebnis zur Eigenkapitalbeteiligung der Manager vor dem MBO	212
Abbildung 6.27: Untersuchungsergebnis zur Erfolgsbeteiligung der Manager vor dem MBO	213
Abbildung 7.1: Untersuchungsergebnis zur Häufigkeit der Initiative einzelner Beteiligten	219
Abbildung 7.2: Untersuchungsergebnis zu wesentlichen Initiatoren	220
Abbildung 7.3: Untersuchungsergebnis zur MBO-Eignung der Unternehmen	223
Abbildung 7.4: Bisheriges Ergebnis zur Einschätzung der Rationalisierungsmöglichkeiten	230
Abbildung 7.5: Untersuchungsergebnis zu verwendeten Unternehmensbewertungsverfahren	239
Abbildung 7.6: Untersuchungsergebnis zu Beratern im Rahmen der Bewertungsphase	241
Abbildung 7.7: Untersuchungsergebnis zur Teilnahme von Beratern im Rahmen der Bewertungsphase	242
Abbildung 7.8: Untersuchungsergebnis zur Verteilung der Rechtsformen vor dem MBO	244
Abbildung 7.9: Untersuchungsergebnis zur Verteilung der Rechtsformen nach dem MBO	245
Abbildung 7.10: Untersuchungsergebnis zum Rechtsformwechsel	245
Abbildung 7.11: Untersuchungsergebnis zu Übernahmemodellen	251
Abbildung 7.12: Untersuchungsergebnis zur Verbesserung des Cash Flows durch die rechtliche Konstruktion	252
Abbildung 7.13: Untersuchungsergebnis zum Eigenkapitalanteil an der Kaufpreisfinanzierung	260

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 7.14: Untersuchungsergebnisse zur Eigenkapitalquote	262
Abbildung 7.15: Untersuchungsergebnis zum Mezzanine-Kapitalanteil	267
Abbildung 7.16: Untersuchungsergebnis zu den Finanzierungskosten	268
Abbildung 7.17: Untersuchungsergebnis zur Zinsbindung	269
Abbildung 7.18: Wesentliche Finanzierungsinstrumente und Finanzierungsbeteiligte	272
Abbildung 7.19: Untersuchungsergebnisse zum Eigenkapitalanteil des Managements	276
Abbildung 7.20: Untersuchungsergebnis zur Beteiligung von Kapitalbeteiligungsgesellschaften an der Kaufpreisfinanzierung	279
Abbildung 7.21: Untersuchungsergebnis zur Beteiligung von Banken an der Kaufpreisfinanzierung	281
Abbildung 7.22: Untersuchungsergebnis zur Verkäuferbeteiligung an der Kaufpreisfinanzierung	282
Abbildung 7.23: Verhandlungssituation aus Käufer- und Verkäufersicht	284
Abbildung 7.24: Untersuchungsergebnis zur Häufigkeit der Alternativen der Verkäufer	286
Abbildung 7.25: Untersuchungsergebnis zur Zahl der Alternativen der Verkäufer	287
Abbildung 7.26: Untersuchungsergebnis zu den wesentlichen Alternativen der Verkäufer	288
Abbildung 7.27: Untersuchungsergebnis zur Anzahl der Kaufinteressenten	290
Abbildung 7.28: Untersuchungsergebnis zu Beratern im Rahmen der Verhandlungsphase	292
Abbildung 7.29: Untersuchungsergebnis zur Anzahl von Beratern im Rahmen der Verhandlungsphase	293
Abbildung 7.30: Untersuchungsergebnisse zur M&A-Erfahrung	295
Abbildung 7.31: Untersuchungsergebnis zur Verhandlungsdauer	298
Abbildung 7.32: Untersuchungsergebnis zur Zufriedenheit mit der Kaufvertragsgestaltung	299
Abbildung 7.33: Untersuchungsergebnis zur absoluten Höhe des Kaufpreises	302
Abbildung 7.34: Untersuchungsergebnisse zum relativen Kaufpreis	304
Abbildung 7.35: Untersuchungsergebnis zur Art der Kaufpreiszahlung	307
Abbildung 7.36: Ziel von Restrukturierungs- bzw. Folgefinanzierungsmaßnahmen	308
Abbildung 7.37: Untersuchungsergebnis zur Normalisierung der Kapitalstruktur	314

Abbildung 7.38: Untersuchungsergebnis zur Abweichung von der Tilgungsplanung	316
Abbildung 7.39: Untersuchungsergebnis zur Eigenkapitalquote nach drei Jahren	317
Abbildung 7.40: Untersuchungsergebnisse zur Mitarbeiterzahlentwicklung	320
Abbildung 7.41: Untersuchungsergebnis zur Fluktuationsratenveränderung	321
Abbildung 7.42: Untersuchungsergebnis zur Reaktion der Mitarbeiter	323
Abbildung 7.43: Untersuchungsergebnis zu Motivationsmaßnahmen bei den Mitarbeitern	325
Abbildung 7.44: Untersuchungsergebnis zum Wechsel des Führungsstils	326
Abbildung 7.45: Untersuchungsergebnisse zur Beziehungsveränderung zu Lieferanten und Kunden	328
Abbildung 7.46: Untersuchungsergebnis zur Häufigkeit einer Beziehung zu den Verkäufern	329
Abbildung 7.47: Untersuchungsergebnis zu wesentlichen Beziehungen zu den Verkäufern	330
Abbildung 7.48: Untersuchungsergebnis zum Wechsel des Steuerberaters/Wirtschaftsprüfers	332
Abbildung 7.49: Untersuchungsergebnis zum Einsatz eines Beratungs- oder Aufsichtsgremiums	333
Abbildung 7.50: Untersuchungsergebnis zum Ausstieg der Investoren	335
Abbildung 7.51: Untersuchungsergebnis zur Häufigkeit von Managementteamveränderungen	338
Abbildung 7.52: Untersuchungsergebnis zu Veränderungen im Managementteam	339
Abbildung 7.53: Untersuchungsergebnis zum Eigenkapitalanteil des Managements nach drei Jahren	340

Tabellenverzeichnis

Tabelle 3.1:	Stichprobenverteilung von Forst	79
Tabelle 3.2:	Entwicklung wichtiger Kennzahlen bei Forst	79
Tabelle 3.3:	Verteilung der Erhebungsbasis von Gräper	82
Tabelle 3.4:	Entwicklung wichtiger Kennzahlen bei Gräper	83
Tabelle 3.5:	Ergebnis der subjektiven Erfolgseinschätzung bei Vest	85
Tabelle 3.6:	Entwicklung wichtiger Kennzahlen bei Vest	86
Tabelle 4.1:	Rücklaufquote der Fragebogen	111
Tabelle 4.2:	Interpretation der Irrtumswahrscheinlichkeiten	119
Tabelle 4.3:	Datenverfügbarkeit von Kennzahlen zur Erfolgseinordnung	130
Tabelle 5.1:	Bisherige Ergebnisse zur zeitlichen Verteilung anhand der Übernahmejahre	147
Tabelle 5.2:	Bisherige Ergebnisse zur Branchenverteilung	156
Tabelle 5.3:	Erfolgsfaktoren des wirtschaftlichen Umfelds	160
Tabelle 6.1:	Bisherige Ergebnisse zu den Verkäufermotiven	163
Tabelle 6.2:	Bisherige Ergebnisse zu den Gründen für den Verkauf als MBO	168
Tabelle 6.3:	Bisheriges Ergebnis zum Zielbeitrag des MBOs	169
Tabelle 6.4:	Bisherige Ergebnisse zur Herkunft der Verkäufer	172
Tabelle 6.5:	Bisherige Ergebnisse zur Dauer der Eigentümerschaft der Verkäufer (in Jahren)	175
Tabelle 6.6:	Bisherige Ergebnisse zu Motiven des Managements	180
Tabelle 6.7:	Bisheriges Ergebnis zu Alternativen des Managements	183
Tabelle 6.8:	Bisheriges Ergebnis zur Einstellung des Managements zur beruflichen Selbständigkeit	185
Tabelle 6.9:	Bisherige Ergebnisse zur mittelfristigen Zielsetzung des Managements	187
Tabelle 6.10:	Bisherige Ergebnisse zur Anzahl der Manager im Managementteam	195
Tabelle 6.11:	Bisherige Ergebnisse zur Unternehmenszugehörigkeit der Manager (in Jahren)	200
Tabelle 6.12:	Bisheriges Ergebnis zur Ausbildung der Manager	201
Tabelle 6.13:	Bisheriges Ergebnis zu den Funktionen der Manager	203
Tabelle 6.14:	Bisherige Ergebnisse zum Alter der Manager (in Jahren)	205

Tabelle 6.15: Erfolgsfaktoren auf der Ebene der MBO-Beteiligten	214
Tabelle 7.1: Bisherige Ergebnisse zu Initiatoren	218
Tabelle 7.2: Bisheriges Ergebnis zur Einschätzung der Wettbewerbskräfte	226
Tabelle 7.3: Bisheriges Ergebnis zur Stellung im Produktlebenszyklus	228
Tabelle 7.4: Bisheriges Ergebnis zur Positionierung im Marktanteils-Marktwachstums-Portfolio	229
Tabelle 7.5: Kapitalflußrechnungsschema nach DRS 2	232
Tabelle 7.6: Bisheriges Ergebnis zur Analyse des Cash Flows	234
Tabelle 7.7: Bisherige Ergebnisse zu Finanzierungsformen	257
Tabelle 7.8: Bisheriges Ergebnis zur Eigenkapitalquote	261
Tabelle 7.9: Bisheriges Ergebnis zur Veränderung der Eigenkapitalquote	261
Tabelle 7.10: Bisherige Ergebnisse zur Beteiligungsquote verschiedener Eigenkapitalgebergruppen	271
Tabelle 7.11: Bisherige Ergebnisse zu Alternativen der Verkäufer	286
Tabelle 7.12: Bisherige Ergebnisse zum Kaufpreis-Cash Flow-Verhältnis	303
Tabelle 7.13: Bisheriges Ergebnis zum Tilgungsverlauf nach dem MBO	315
Tabelle 7.14: Bisheriges Ergebnis zur Kooperationsbereitschaft der Mitarbeiter	322
Tabelle 7.15: Bisheriges Ergebnis zur Anpassung des Entlohnungssystems	324
Tabelle 7.16: Bisheriges Ergebnis zu Veränderungsmaßnahmen von Finanzierungsinstituten	331
Tabelle 7.17: Erfolgsfaktoren des MBO-Prozesses	341