

Inhaltsverzeichnis

1 Einleitung	1
1.1 Ausgangssituation und Zielsetzung der Untersuchung	1
1.2 Gang der Untersuchung	6
1.2.1 Betriebswirtschaftliche Analyse	6
1.2.2 Gesellschaftsrechtliche Analyse	8
1.2.3 Abbau der Informationsasymmetrie durch eine Unternehmensauktion	10
2 Grundlagen des Unternehmenskaufs durch das eigene Management	13
2.1 Begriffsbildung und Abgrenzung zu anderen Formen von Unternehmensübernahmen	13
2.1.1 Management Buy-Out und Leveraged Buy-Out	13
2.1.2 Verwandte Formen der Unternehmensübernahme	14
2.1.3 Management Buy-Out in den neuen Bundesländern	16
2.2 Zielsetzungen der Beteiligten	16
2.2.1 Zielsetzungen der Manager	16
2.2.2 Zielsetzungen der Verkäufer	20
2.2.3 Zielsetzungen der anderen Eigen- und Fremdkapitalinvestoren	22
2.3 Vergleichsnormen zur Beurteilung des Informationsstatus bei den verschiedenen Phasen eines MBO bei einer GmbH und einer AG	23
2.4 Zwischenergebnis	27
3 Probleme der Wertfindung bei einem MBO	28
3.1 Bestandteile der potentiellen Prämie bei notierten/nicht-notierten Gesellschaften	28
3.1.1 Wert des MBO-Unternehmens versus Börsenkurs zzgl. Prämie	28
3.1.2 Allgemeine Principal-Agent Probleme	29
3.1.3 Paketzuschlag	37
3.1.4 Den Anteilseignern verborgene Marktchancen, Kostensenkungs- und Restrukturierungspotentiale	39
3.1.5 Vermögensverluste der Fremdkapitalgeber	41

3.1.6 Renditesteigerung durch den Leverage-Effekt	43
3.1.7 Einfluß der Steuern auf die Preisfindung	44
3.2 Probleme der Wertfindung aus Sicht des Verkäufers und der Käufer in Abhängigkeit von der Datenbasis und der Bewertungsmethode	48
3.2.1 Mögliche Kaufpreise für das Unternehmen	48
3.2.2 Probleme der externen Wertfindung in Abhängigkeit vom verfügbaren Daten- material	49
3.2.3 Wahl des geeigneten Bewertungsverfahrens in Abhängigkeit von der Genau- igkeit und der Manipulierbarkeit der Ergebnisse durch die Manager	53
3.2.3.1 Substanzwertverfahren	53
3.2.3.2 Ertragswertorientierte Verfahren	55
3.2.3.2.1 Das Ertragswertverfahren	55
3.2.3.2.2 Unternehmensbewertung und Akquisition durch kaufinteressierte Dritte	61
3.2.3.2.3 Discounted-Cash-Flow Methode	64
3.2.3.2.4 MBO aus Sicht der Portefeuille Theorie	67
3.3 Informationsökonomische Vorüberlegungen zum MBO	70
3.3.1 Informationsökonomie und Gesetzgebung	70
3.3.1.1 Eingriffe des Staates als Gesetzgeber in den Markt für Informationen	70
3.3.1.2 Problematik des Beurteilungsmaßstabs bei der Informationsgewährung	73
3.3.2 Offenlegung von Informationen bei Konkurrenzgefahr aus spieltheoretischer Sicht	75
3.3.3 Schlußfolgerungen der Gesellschafter und weiterer Kaufinteressenten aus dem Verhalten der Manager	77
3.3.4 Gesellschaftlicher Wert von Informationen	79
3.3.5 Informationen als öffentliche Güter	82
3.3.6 Managementanreize zur Informationsaufdeckung	83
3.3.7 Kapitalmarkt und Entscheidungsrelevanz der Informationen	85
3.4 Zwischenergebnis	90
 4 Beschränkung der Handlungs- und Manipulationsmöglichkeiten der Manager durch den gesellschaftsrechtlichen Rahmen	 97
4.1 Organstellung und Dienstvertrag der Manager als Geschäftsführer oder Vorstände einer juristischen Person	97
4.2 Den Handlungsspielraum und die Manipulationsmöglichkeiten der Manager als Geschäftsführer einer GmbH einschränkende Aufgaben und Pflichten	99

4.2.1 MBO-Planung und Weitergabe interner Unternehmensdaten an Dritte durch die Manager in Vorverhandlungen	99
4.2.2 Pflichten der Manager gegenüber den Gesellschaftern und der Gesellschaft vor und bei Abgabe des Kaufangebots	106
4.2.2.1 Allgemeine Pflichten der Manager gegenüber der Gesellschaft bzw. den Gesellschaftern und die hiermit verbundene Haftung	108
4.2.2.1.1 Allgemeine Anforderungen des § 43 GmbHG an den Manager als Geschäftsführer	108
4.2.2.1.2 Maßstäbe und Grenzen für die unternehmerische Entscheidung der Manager	109
4.2.2.1.3 Den Managern obliegende Grundregeln ordnungsgemäßer Unternehmensführung	111
4.2.2.1.4 Dienstzeiten und Engagement der Manager	114
4.2.2.1.5 Aktive Informationspflichten der Manager vor und bei Abgabe des Kaufangebots	116
4.2.2.1.6 Pflicht der Manager zum loyalen Verhalten gegenüber der Gesellschaft	119
4.2.2.1.7 Wettbewerbsverbot der Manager gegenüber der Gesellschaft	122
4.2.2.1.8 Konflikte zwischen der Zielgesellschaft und der Übernahmegesellschaft	124
4.2.2.1.9 Durchsetzung des Anspruchs der Gesellschafter	128
4.2.2.2 Unbefugte Verwertung von Informationen der Manager durch den Anteilserwerb i.S. des § 85 Abs.2 S.2 GmbHG	130
4.2.2.3 Gesellschafterinteressen kontra Gesellschaftsinteressen	132
4.2.2.4 Verhalten der Manager gegenüber anderen kaufinteressierten Dritten	135
4.2.3 Informationsrechte der Gesellschafter gegenüber der Gesellschaft und deren Organen zur verbesserten Wertfindung	136
4.2.3.1 Auskunft- und Einsichtsrecht der Gesellschafter nach § 51a Abs.1 GmbHG	136
4.2.3.2 Auskunftsverweigerung der Manager und die hieraus erwachsenen Schwierigkeiten der Wertfindung aus Sicht der Gesellschafter	137
4.2.3.3 Informationsrechte des ausgeschiedenen Gesellschafters	142
4.2.3.4 Schadenersatzansprüche der Gesellschafter gegenüber dem Management und der Gesellschaft bei Informationsverweigerung	144
4.2.4 Pflichten der Manager im Verhältnis zu den Partnern des MBO	146
4.2.5 Zwischenergebnis	148

4.3	Den Handlungsspielraum und die Manipulationsmöglichkeiten der Manager als Vorstände einer AG einschränkende Aufgaben und Pflichten	154
4.3.1	MBO-Planung und Weitergabe interner Unternehmensdaten an Dritte durch die Manager in Vorverhandlungen	154
4.3.2	Pflichten der Manager gegenüber den Aktionären und der Gesellschaft vor und bei Abgabe des Kaufangebots	155
4.3.3	Haftung des Vorstands gegenüber den Aktionären und Wettbewerbsverbot gegenüber der Gesellschaft	158
4.3.4	Das Auskunftsrecht des Aktionärs gegenüber der Gesellschaft und deren Organen zur verbesserten Wertfindung	161
4.3.5	Auskunftsverweigerungsrecht des Vorstands einer Aktiengesellschaft und die hieraus erwachsenden Schwierigkeiten für die Wertfindung aus Sicht der Aktionäre	169
4.3.5.1	Die Zufügung eines nicht unerheblichen Nachteiles als Verweigerungsgrund	170
4.3.5.2	Die Auskunftsverweigerung über steuerliche Wertansätze oder die Höhe einzelner Steuern	175
4.3.5.2.1	Der Einfluß steuerrechtlicher Wertansätze auf die Handelsbilanz	175
4.3.5.2.2	Korrigierende Informationen durch Anhangsangaben	181
4.3.5.2.3	Einfluß der umgekehrten Maßgeblichkeit auf Publizität und Refinanzierungserfordernisse	188
4.3.5.2.4	Zwischenergebnis	191
4.3.5.3	Die Auskunftsverweigerung bezüglich der Differenz zwischen den Zeitwerten und den Bilanzwerten der Bilanzpositionen gem. § 131 Abs.3 Nr.3 AktG	193
4.3.5.4	Auskunftsverweigerung über Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden, sofern ein § 264 Abs.2 HGB entsprechendes Bild vermittelt wird	197
4.3.5.4.1	Die Zielsetzung der Generalnorm des § 264 Abs.2 HGB und deren Auslegung	197
4.3.5.4.2	"True and fair view" und § 264 Abs.2 HGB	200
4.3.5.4.3	Anhangsangaben und stille Reserven	203
4.3.5.5	Auskunftsverweigerung, sofern sich der Vorstand strafbar machen würde	207
4.3.6	Sonderprüfung wegen unzulässiger Unterbewertung und zur Geschäftsführungsprüfung	208
4.3.7	Verhalten der Manager gegenüber anderen Kaufinteressenten	213

4.3.8 Informationspflichten des Vorstands und MBO-relevante Beschränkungen der Vorstandskompetenz durch den Aufsichtsrat	214
4.3.9 Zwischenergebnis	221

5 Die Auktion von potentiellen MBO-Unternehmen	228
5.1 Die Auktion als Verkaufsmechanismus	228
5.2 Auktionsmodelle und Auktionsformen	231
5.2.1 Annahme von Präferenzunsicherheit bei der Unternehmensauktion	237
5.2.1.1 Grundlagen des Modells	237
5.2.1.2 Äquivalente Auktionsformen bei Präferenzunsicherheit	237
5.2.1.2.1 Gruppen von äquivalenten Auktionsformen	237
5.2.1.2.2 Äquivalenz von Vickrey Auktion und Höchstpreis Auktion	239
5.2.1.3 Das Revelationsprinzip	242
5.2.1.4 Optimaler Mindestpreis für das Unternehmen	244
5.2.1.5 Fortbestehende Gewinnbeteiligung der Alt-Gesellschafter als Verkäufer am Unternehmen	244
5.2.1.6 Risikoneigung der Bieter und Verkäufer	247
5.2.1.6.1 Strategien der Verkäufer bei risikoaversen Bietern	247
5.2.1.6.2 Ungleiche Erwartungen über die Reservationswerte der Bieter	249
5.2.1.7 Bekanntgabe der Anzahl der Bieter bei der Unternehmensauktion	251
5.2.2 Annahme von Qualitätsunsicherheit bei der Unternehmensauktion	254
5.2.2.1 Grundlagen des Auktionsmodells	254
5.2.2.2 "Fluch des Gewinners"	256
5.2.3 Annahme des Milgrom-Weber-Modells bei der Unternehmensauktion	259
5.2.3.1 Grundlagen des Modells	259
5.2.3.2 Optimale Auktionsformen	260
5.2.3.3 Verkaufspreismaximierende Informationspolitik der Gesellschafter als Verkäufer	262
5.2.3.4 Mindestpreis und Eintrittsgelder	265
5.2.4 Suchkosten und das Auffinden geeigneter Akquisitionskandidaten	266
5.2.5 Speziellere Aspekte aus Sicht der Gesellschafter als Verkäufer	268
5.2.5.1 Einzelne Aspekte aus der Sicht der Gesellschafter	268
5.2.5.2 Modelle zur Übernahme eines Teils der Anteile an dem Unternehmen	269
5.2.5.2.1 Double-Auction zum Verkauf von einzelnen Gesellschaftsanteilen zu unterschiedlichen Preisen	269
5.2.5.2.2 Abgabe eines bedingten Übernahmeangebotes für eine Mehrheits- beteiligung	273

5.2.6 Unternehmensauktionen in den USA	278
5.3 Der Auktionator eines potentiellen MBO-Unternehmens	282
5.3.1 Rechtliche Einordnung der Auktion	282
5.3.2 Erweiterte Anforderungen an den Unternehmensverkäufer	283
5.4 Zwischenergebnis	288
 6 Ergebnisse der Untersuchung	 298
 Literaturverzeichnis	 308
 Urteile, Drucksachen, Gesetzentwürfe u.a.	 340