

Peter Vest

# Der Verkauf von Konzernunternehmen durch Management Buy-Out

Mit einem Geleitwort  
von Prof. Dr. Helmut Diederich

Deutscher Universitäts Verlag

## Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis .....	IX
Abkürzungsverzeichnis .....	XV
Abbildungsverzeichnis .....	XVII
Tabellenverzeichnis .....	XVIII
Literaturverzeichnis .....	XXI

<b>1 Einleitung, Ziele und Gang der Untersuchung .....</b>	<b>1</b>
<b>2 Grundlagen und Aufbau der Untersuchung .....</b>	<b>7</b>
2.1 Begriffliche Grundlagen .....	7
2.1.1 Desinvestition .....	7
2.1.2 Desinvestitionsarten .....	9
2.1.3 Konzernunternehmen .....	11
2.1.4 Management Buy-Out .....	12
2.1.5 Abgrenzung des Management Buy-Out zu benachbarten Begriffen .....	16
2.1.6 Typologische Betrachtung des MBO .....	19
2.1.6.1 Typologisierungsm Merkmale .....	19
2.1.6.2 Unterscheidung von MBOs nach dem Verkäufertypus .....	19
2.1.6.2.1 MBOs zur Unternehmensnachfolge .....	19
2.1.6.2.2 MBOs börsennotierter Unternehmen .....	21
2.1.6.2.3 MBOs zur Desinvestition von Konzern- unternehmen und Unternehmensteilen .....	21
2.1.6.2.4 MBOs zur Privatisierung staatseigener Unternehmen .....	22
2.1.6.3 Unterscheidung von MBOs nach dem Kaufpreis- Buchwert-Verhältnis .....	25
2.1.6.4 Unterscheidung von MBOs nach der Art des Finanzierungsbedarfs .....	25
2.1.6.5 Unterscheidung von MBOs nach der wirtschaftlichen Lage des zu erwerbenden Unternehmens .....	26
2.2 Der Aufbau der empirischen Untersuchung .....	28
2.2.1 Untersuchungsablauf .....	28
2.2.2 Aufbau des Interviewleitfadens .....	31
2.2.3 Auswertung beschreibender Merkmale .....	32

2.2.3.1 Unternehmensbeschreibende Merkmale.....	32
2.2.3.2 Transaktionsbeschreibende Merkmale.....	36
<b>3 Die Desinvestitionsentscheidung.....</b>	<b>40</b>
3.1 Kennzeichnung und Ablauf der Desinvestitionsentscheidung.....	40
3.2 Auslösefaktoren der Desinvestitionsentscheidung.....	46
3.2.1 Entwicklung eines Analyserasters.....	46
3.2.2 Strategische Auslösefaktoren.....	53
3.2.2.1 Strategische Auslösefaktoren auf Ebene der Konzernleitung.....	53
3.2.2.2 Strategische Auslösefaktoren auf Unternehmensebene.....	57
3.2.2.3 Strategische Auslösefaktoren auf Umweltebene.....	57
3.2.3 Operative Auslösefaktoren.....	58
3.2.3.1 Operative Auslösefaktoren auf Ebene der Konzernleitung.....	58
3.2.3.2 Operative Auslösefaktoren auf Unternehmensebene.....	60
3.2.3.3 Operative Auslösefaktoren auf Umweltebene.....	62
3.2.4 Methodische Unterstützung der Identifikation von Auslösefaktoren.....	63
3.2.4.1 Identifikation strategischer Auslösefaktoren.....	63
3.2.4.2 Identifikation operativer Auslösefaktoren.....	68
3.2.5 Auslösehemmnisse.....	71
3.2.5.1 Die Bedeutung von Auslösehemmnissen.....	71
3.2.5.2 Strukturelle Auslösehemmnisse.....	72
3.2.5.3 Situative Auslösehemmnisse.....	73
3.2.5.4 Personelle Auslösehemmnisse.....	74
3.3 Vorentscheidung über Weiterführung oder Desinvestition des Konzernunternehmens.....	77
3.4 Definition der Entscheidungssituation.....	80
3.4.1 Ableitung von Desinvestitionszielen und Nebenbedingungen.....	80
3.4.2 Ableitung von Desinvestitionsalternativen.....	84
3.4.2.1 Alternativenentwicklung.....	84
3.4.2.2 Verkaufsalternativen.....	88
3.4.2.3 Stilllegung.....	90
3.4.3 Entscheidungsparameter der Desinvestitionsentscheidung.....	90
3.4.3.1 Marktaustrittsbarrieren als Entscheidungsparameter.....	90

3.4.3.2 Endogene Entscheidungsparameter .....	91
3.4.3.2.1 Organisationsstruktur und rechtliche Struktur des Konzernverbundes .....	91
3.4.3.2.2 Verflechtungsintensität .....	93
3.4.3.2.3 Art der Vermögensgegenstände .....	94
3.4.3.2.4 Diversifikationsgrad des Desinvestitionsobjektes .....	95
3.4.3.2.5 Management .....	95
3.4.3.3 Exogene Entscheidungsparameter .....	97
3.4.3.3.1 Gesetzliche Verpflichtungen und staatliche Einflußnahme .....	97
3.4.3.3.2 Vertragliche und gesellschaftspolitische Verpflichtungen .....	101
3.4.3.3.3 Ökonomische Rahmenbedingungen .....	102
3.4.4 Beurteilung der Desinvestitionsalternative MBO .....	103
3.4.4.1 Kurzfristig finanzielle Zielsetzung .....	103
3.4.4.2 Strategische Zielsetzung .....	108
3.4.4.3 Imagezielsetzung .....	110
3.4.4.4 Dauer der Desinvestition .....	111
3.4.5 Alternativenauswahl .....	112
<b>4 Analyse der Durchführbarkeit eines MBO .....</b>	<b>115</b>
4.1 Grundlagen und Bestandteile der Durchführbarkeitsanalyse .....	115
4.2 Der freie Cash-Flow als Prognoseziel der leistungs- und finanz- wirtschaftlichen Durchführbarkeitsanalyse .....	120
4.2.1 Bedeutung des Cash-Flow für die Durchführbarkeitsanalyse .....	120
4.2.2 Komponenten des freien Cash-Flow .....	123
4.2.2.1 Leistungs-Cash-Flow .....	123
4.2.2.2 Finanz-Cash-Flow .....	126
4.2.2.3 Außerordentlicher Cash-Flow .....	128
4.2.3 Ermittlung des freien Cash-Flow .....	129
4.3 Analyse leistungswirtschaftlicher Cash-Flow-Determinanten .....	132
4.3.1 Grundlagen und Bestandteile der leistungswirtschaftlichen Analyse .....	132
4.3.2 Komponenten der leistungswirtschaftlichen Analyse .....	133
4.3.2.1 Branchenanalyse .....	133
4.3.2.1.1 Konzeptionelle Grundlage .....	133
4.3.2.1.2 Wettbewerbsintensität .....	135

4.3.2.1.3 Verhandlungsmacht der Abnehmer	137
4.3.2.1.4 Bedrohung durch Substitutionsprodukte	139
4.3.2.1.5 Potentielle Konkurrenz	140
4.3.2.1.6 Verhandlungsmacht von Anbietern auf dem Beschaffungsmarkt	142
4.3.2.2 Unternehmensanalyse	144
4.3.2.2.1 Produktlebenszyklusanalyse	144
4.3.2.2.2 Portfolioanalyse	148
4.3.2.3 Analyse des Restrukturierungspotentials	154
4.3.2.3.1 Konzeptionelle Grundlage	154
4.3.2.3.2 Unterstützende Aktivitäten	159
4.3.2.3.2.1 Unternehmensinfrastruktur	159
4.3.2.3.2.2 Personalwirtschaft	162
4.3.2.3.2.3 Forschung und Entwicklung	163
4.3.2.3.2.4 Beschaffung	163
4.3.2.3.3 Primäre Aktivitäten	164
4.3.2.3.3.1 Eingangslogistik	164
4.3.2.3.3.2 Produktion	165
4.3.2.3.3.3 Marketing	167
4.3.2.3.3.4 Kundenorientierte Dienstleistungen	168
4.3.2.4 Analyse ergebnisverlagernder Maßnahmen im Konzernverbund	169
4.4 Finanzwirtschaftliche Analyse	170
4.4.1 Cash-Flow-Analyse	170
4.4.2 Analyse bilanzieller Bestandsgrößen	178
4.4.3 Liquiditäts- und Überschuldungsanalyse	182
4.5 Analyse der Eignung und Motivation des Managements	184
<b>5 Durchführung des Management Buy-Out</b>	<b>196</b>
5.1 Zusammensetzung des Management-Teams	196
5.2 Kaufverhandlungen	199
5.2.1 Verhandlungsaufnahme und Verhandlungsgegenstände	199
5.2.2 Pflichten des Erwerbers und des Veräußerers	200
5.2.3 Kaufpreisbestimmung	203
5.2.4 Sanierungsbeiträge der Muttergesellschaft	213
5.2.5 Gewährleistungsregelungen	215
5.2.6 Haftung des Erwerbers	217

5.2.7 Managementvorteile im Verhandlungsprozeß .....	218
5.3 Strukturierung des MBO .....	221
5.3.1 Bestandteile der Übernahmestrukturierung .....	221
5.3.2 Gesellschaftsrechtliche Strukturierung .....	222
5.3.2.1 Erwerb von Vermögensgegenständen .....	222
5.3.2.2 Erwerb von Geschäftsanteilen .....	226
5.3.2.3 Kombinationsmodell .....	230
5.3.2.4 Bedeutung der gesellschaftsrechtlichen Strukturierungsalternativen .....	234
5.3.2.4.1 Abgrenzung von gesellschaftsrechtlichen Grundtypen des MBO .....	234
5.3.2.4.2 Strukturierung von Transaktionen des Grundtyps A .....	235
5.3.2.4.3 Strukturierung von Transaktionen des Grundtyps B .....	240
5.3.3 Finanzielle Strukturierung des MBO .....	243
5.3.3.1 Grundlagen der Finanzierung eines MBO .....	243
5.3.3.2 Darstellung der MBO-Finanzierung bei externem Kapitalbedarf .....	244
5.3.3.2.1 Untersuchungsgrundlagen und Bestimmung der Finanzierungsstruktur .....	244
5.3.3.2.2 Finanzierungsinstrumente .....	247
5.3.3.2.2.1 Beteiligungsfinanzierung .....	247
5.3.3.2.2.2 Mezzanine-Finanzierung .....	256
5.3.3.2.2.3 Vorrangige Fremdkapital- finanzierung .....	265
5.3.3.2.2.4 Beispielhafte Darstellung einer MBO-Finanzierung .....	269
5.3.3.2.2.5 Exkurs: Unternehmensbewertung nach dem DCF-Verfahren .....	271
<b>6 Anpassung der Unternehmenspolitik nach dem MBO .....</b>	<b>273</b>
6.1 Finanzwirtschaftliche Anpassung .....	273
6.1.1 Ziele und Einordnung finanzwirtschaftlicher Anpassungsmaßnahmen .....	273
6.1.2 Innenfinanzierung .....	274
6.1.3 Außenfinanzierung .....	279
6.2 Anpassung der Marketingstrategien .....	281

6.2.1 Marketing-strategische Anpassungsmöglichkeiten .....	281
6.2.2 Marktfeld-strategische Anpassung .....	281
6.2.3 Marktstimulierungs-strategische Anpassung .....	283
6.2.4 Marktparzellierungs-strategische Anpassung .....	286
6.2.5 Marktareal-strategische Anpassung .....	287
6.2.6 Interpretation marketing-strategischer Anpassungsmaßnahmen .....	288
6.3 Anpassung des Einsatzes der Marketinginstrumente .....	290
6.3.1 Produktpolitische Anpassung .....	290
6.3.2 Preispolitische Anpassung .....	295
6.3.3 Kommunikationspolitische Anpassung .....	297
6.3.4 Distributionspolitische Anpassung .....	300
6.4. Materialwirtschaftliche Anpassungsmaßnahmen .....	302
6.5 Produktionswirtschaftliche Anpassungsmaßnahmen .....	304
6.6 Personalwirtschaftliche Anpassungsmaßnahmen .....	307
6.6.1 Anpassung des Beschäftigungsstands .....	307
6.6.2 Anpassung des Entlohnungssystems .....	314
6.7 Aufbauorganisatorische Anpassungsmaßnahmen .....	316
6.8 Anpassung des Berichtswesens .....	319
6.9 Veränderung der Eigentumsverhältnisse .....	320
<b>7 Erfolgseinschätzung der untersuchten Spin-Off-MBOs .....</b>	<b>322</b>
7.1 Subjektive Erfolgseinschätzung des Managements .....	322
7.2 Tilgung übernahmebedingter Darlehen .....	323
7.3 Unternehmensentwicklung nach dem MBO .....	324
7.3.1 Umsatzentwicklung .....	324
7.3.2 Cash-Flow-Entwicklung .....	328
7.3.3 Produktivitätsentwicklung .....	330
7.2.4 Entwicklung der Cash-Flow-Umsatzrate .....	333
7.4 Entwicklung der MBO-Unternehmen im Branchenvergleich .....	336
7.4.1 Ermittlung von Vergleichsdaten auf der Grundlage des EBIL- Systems .....	336
7.4.2 Produktivitätsentwicklung im Branchenvergleich .....	337
7.4.3 Entwicklung der Cash-Flow-Umsatzrate im Branchenvergleich .....	340
7.5 Konkurse im Anschluß an Spin-Off-MBOs .....	342
7.6 Schlußfolgerungen .....	344