

Kropp

Management Buy-outs und die Theorie der Unternehmung

Schriftenreihe für
Kreditwirtschaft und Finanzierung

Band 10

Herausgegeben von

Prof. Dr. Karl Friedrich Hagenmüller

Prof. Dr. Wolfram Engels

Prof. Dr. Rosemarie Kolbeck

Bisher erschienen:

Band 1 Wolfgang Gerke
**Gleitklauseln
im Geld- und Kapitalverkehr**

Band 2 Werner Kunze
**Die Betriebsabrechnung
der Kreditinstitute**

Band 3 Horst Sonnentag
**Eigenkapital und Wachstum
der Geschäftsbanken**

Band 4 Michael Klaus
**Euronotes
und Euro Commercial Paper
als Finanzinnovationen**

Band 5 Matthias S. Beck
Devisenmanagement

Band 6 Stefan Nabben
Financial Swaps

Band 7 Joerg Peters
Swap-Finanzierung

Band 8 Thomas Rüschen
Consulting-Banking

Band 9 Eugen Löffler
**Der Konzern als
Finanzintermediär**

Band 10 Matthias Kropp
**Management Buy-outs
und die Theorie
der Unternehmung**

Matthias Kropp

Management Buy-outs und die Theorie der Unternehmung

GABLER

Die Deutsche Bibliothek – CIP-Einheitsaufnahme

Kropp, Matthias:

Management Buy-outs und die Theorie der Unternehmung /
Matthias Kropp. - Wiesbaden : Gabler, 1992

(Schriftenreihe für Kreditwirtschaft und Finanzierung ; 10)

ISBN 978-3-409-14405-6

ISBN 978-3-322-89344-4 (eBook)

DOI 10.1007/978-3-322-89344-4

NE: GT

Der Gabler Verlag ist ein Unternehmen der Verlagsgruppe Bertelsmann International.

© Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler GmbH, Wiesbaden 1992

Lektorat: Brigitte Siegel



Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Die inhaltliche und technische Qualität unserer Produkte ist unser Ziel. Bei der Produktion und Auslieferung unserer Bücher wollen wir die Umwelt schonen: Dieses Buch ist auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier gedruckt. Die Buchverpackung Polyäthylen besteht aus organischen Grundstoffen, die weder bei der Herstellung noch bei der Verbrennung Schadstoffe freisetzen.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, daß solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

ISBN 978-3-409-14405-6

Meinen Eltern

Geleitwort

Buy-outs aus diversifizierten Konzernen haben in jüngster Zeit als Gegenbewegung zur Fusionseuphorie der 60er und 70er Jahre vor allem in den USA und Großbritannien, aber auch in der Bundesrepublik und anderen europäischen Ländern an Bedeutung gewonnen. Eine wichtige Käufergruppe stellt dabei das Management der zu veräußernden Unternehmensteile dar, das - meist unter Mithilfe außenstehender institutioneller Investoren - den Gang in die Selbständigkeit beschreitet.

Im Anschluß an die neueren insbesondere anglo-amerikanischen Forschungsergebnisse betrachtet der Verfasser Management Buy-outs (MBOs) als logische Umkehrung von Unternehmenszusammenschlüssen. Argumente für MBOs sind daher zugleich Gegenargumente für Unternehmenszusammenschlüsse. In einer umfangreichen theoretischen Analyse versucht der Verfasser, diese Zusammenhänge zu erklären und Ansätze zur Lösung der bei MBOs auftretenden Probleme zu erarbeiten. In diesem Kontext weist der Verfasser zunächst nach, daß die "neoklassische" - vollkommene Märkte unterstellende Theorie der Unternehmung weder für die Bildung diversifizierter Konzerne noch für die Abspaltung von Unternehmensteilen zufriedenstellende Erklärungen zu liefern vermag. Er setzt sich daher im Anschluß eingehend mit neueren "institutionalistischen" Ansätzen der Theorie der Unternehmung auseinander, in denen realistischerweise Marktunvollkommenheiten Berücksichtigung finden, und zeigt, daß asymmetrische Informationsverteilungen zwischen den Wirtschaftssubjekten und daraus resultierende opportunistische Verhaltensweisen der Kontraktpartner befriedigende Erklärungsansätze liefern können. So setzen effizienzorientierte Ansätze für MBOs an den Ineffizienzen großer Konzerne in bezug auf die Managerkontrolle durch die Anteilseigner an, während Umverteilungsansätze von Vermögenstransfers der einzelnen am Unternehmen beteiligten Gruppen zugunsten der Manager ausgehen.

Im Hinblick auf das wachsende Potential für MBOs in der Bundesrepublik Deutschland und die hier noch weit verbreitete mangelnde Vertrautheit mit den dabei auftretenden Problemen ist die vorliegende Arbeit als eine wertvolle Orientierungshilfe für die Unternehmenspraxis zu betrachten. Auf Grund ihrer Fundierung in der Theorie der Unternehmung vermag sie aber vor allem auch Ansatzpunkte für die Lösung grundsätzlicher Problemstellungen auf unvollkommenen Märkten zu liefern. In diesem Sinne ist der an meinem Lehrstuhl als Diplomarbeit durchgeführten Untersuchung des Verfassers eine gute Aufnahme zu wünschen.

Prof. Dr. Rosemarie Kolbeck

Vorwort

Rückblickend lassen sich die 80er Jahre als eine Zeit vielfachen wirtschaftlichen Wandels charakterisieren. So erfuhren nicht nur innovative Instrumente auf den Finanzmärkten eine starke Verbreitung, auch - z.T. damit zusammenhängend - der Markt für Unternehmen und Unternehmensteile erhielt durch sog. Buy-outs neue Impulse. Im Mittelpunkt dieser Arbeit steht ein Teilsegment dieses Buy-out-Marktes: "Management Buy-outs" (MBOs), der Erwerb von Unternehmen oder Unternehmensteilen durch das eigene Management. Buy-outs werden insbesondere in den USA wegen der mit derartigen Transaktionen dort einhergehenden drastischen Erhöhung der Verschuldung sehr kontrovers diskutiert. Das Anliegen dieser Arbeit ist es, zu einer Versachlichung der Diskussion beizutragen. Die Abkehr von allzu groben Pauschalierungen erscheint schon deswegen angebracht, weil ein bis vor kurzem noch kaum beachteter Typus des MBOs, der Sanierungs-MBO, sich in den neuen Bundesländern zu einer vielversprechenden Form der Privatisierung entwickelt.

Zum Gelingen dieser Arbeit haben zahlreiche Personen beigetragen, denen mein herzlicher Dank gilt. Hier ist insbesondere Frau Prof. Dr. Rosemarie Kolbeck zu nennen, an deren Lehrstuhl die vorliegende Monographie als Diplomarbeit mit dem Thema "MBOs aus diversifizierten Konzernen und die Theorie der Unternehmung" in der Zeit von Mai bis Anfang November 1990 entstand und die die Veröffentlichung in dieser Schriftenreihe initiierte. Ein besonderer Dank gebührt auch Frau Diplom-Kauffrau Katja Helbig, die mit außergewöhnlich hohem Engagement und stets konstruktiver Kritik die Arbeit betreute. Den Zugang zur "Neueren Institutionenökonomik", auf die sich diese Arbeit in wesentlichen Teilen stützt, verdanke ich nicht zuletzt anregenden Diskussionen während meiner Zeit als Tutor mit Frau Dr. Eva Terberger.

Gegen den Tippfehlerteufel und für eine verständlichere Darstellung stritten mit mir Frau Diplom-Kauffrau Caroline Stöhr, Herr Diplom-Kaufmann Dirk Jantzen, Herr Diplom-Kaufmann Andreas Medler und Herr Diplom-Kaufmann Michael Osypka, die einen erheblichen Teil ihrer Freizeit für mich opferten.

Meinen Eltern und meinem Bruder danke ich für ihren Langmut während der schwierigen Zeit der Bearbeitung.

Dem Gabler-Verlag schließlich gebührt mein Dank für die schnelle und reibungslose Abwicklung der Veröffentlichung.

Matthias Kropp

Inhaltsverzeichnis

Geleitwort	VII
Vorwort	IX
Inhaltsverzeichnis	XI
Anlagenverzeichnis	XVII
Abkürzungsverzeichnis	XIX
I. Einleitung	1
1. <u>Unternehmenskonzentration als Zeichen der Zeit?</u>	1
2. <u>Gang der Untersuchung</u>	6
II. MBOs: Begriffsbildung und empirische Bedeutung	9
1. <u>Management Buy-outs - Begriffsbildung und Abgrenzung</u>	9
1.1. Management Buy-outs - eine Annäherung	9
1.2. Abgrenzung des MBO von anderen Buy-outs	14
1.2.1. Leveraged Buy-outs	14
1.2.2. Management Buy-ins	16
1.2.3. EBOs und ESOPs	17
1.3. Management Buy-outs - eine Definition	19
1.4. Management Buy-outs und Verkäufertypus	20
1.4.1. Sanierungs-MBOs	20

XII

1.4.2. MBOs mittelständischer Unternehmen	21
1.4.3. MBOs und die Desinvestition von Unternehmensteilen	22
1.4.4. Going Private-Transaktionen - MBOs als Rückzug von der Börse	24
1.4.5. MBOs als Privatisierung aus Staatsbesitz	24
2. <u>MBOs, ihre empirische Bedeutung und notwendige Rahmenbedingungen</u>	26
2.1. MBOs in den USA	26
2.2. MBOs in Großbritannien	28
2.3. Erste Ansätze in Deutschland	31
III. MBOs und die Theorie der Unternehmung	34
1. <u>Vorbemerkungen</u>	34
2. <u>Die neoklassische Theorie der Unternehmung</u>	35
2.1. Einleitung	35
2.2. "Synergieeffekte"	36
2.2.1. Begriffsbestimmung und Umfang	36
2.2.2. Güterwirtschaftliche Synergien	37
2.2.2.1. Real Economies of Scale und optimale Betriebsgröße	37
2.2.2.2. Größensparnisse in der Industrieökonomik	39
2.2.3. Finanzielle Synergien	43
2.3. Unternehmensgröße und Marktmacht	45
2.3.1. Unternehmensgröße, Marktmacht und traditionelle Wettbewerbstheorie	45

XIII

2.3.2. Diversifizierte Unternehmen im Wettbewerb: Effekte der Marktmacht	46
2.4. Fazit	48
3. <u>Neo-institutionalistische Ansätze in der Theorie der Unternehmung</u>	49
3.1. Einleitung	49
3.2. Neo-institutionalistische Ansätze - ein Überblick	50
3.3. Die Entstehung des konglomerat-diversifizierten Konzerns	56
3.3.1. Die Publikums-AG und die Trennung von Eigentum und Verfügungsgewalt	56
3.3.2. Ansatzpunkte und Grenzen einer Marktkontrolle des Managements	59
3.3.2.1. Wettbewerb auf Güter- und Faktormärkten	59
3.3.2.2. Wettbewerb am Managermarkt	60
3.3.2.3. Traditionelle Mechanismen der Kapitalmarkt- kontrolle	62
3.3.2.3.1. Die (Ohn-)Macht der Aktionäre	62
3.3.2.3.2. Fremdkapital und die Grenzen der Verschuldung	64
3.3.2.4. Die Takeover-Drohung	67
3.3.2.5. Grenzen von Anreizsystemen	70
3.3.3. Konglomerate: Hierarchie als Antwort auf das Versagen der Kontrollmärkte	73
3.3.3.1. Konglomerate und interner Kapitalmarkt	73
3.3.3.2. Defizienzen des internen Kapitalmarktes	77
3.3.4. Zwischenergebnis	81
3.4. MBOs und Effizienz: zwei Erklärungsansätze	82
3.4.1. Einführende Überlegungen	82
3.4.2. Der LMBO/LBO als alternative Kontroll- und Anreizstruktur	83
3.4.2.1. Die drei Komponenten des LMBO/LBO	83

XIV

3.4.2.2. Managementbeteiligung und erhöhte Verschuldung	84
3.4.2.3. Kontrolle durch institutionelle Eigenkapitalgeber	87
3.4.2.4. Kapitalstruktur und Agency-Probleme der Fremdfinanzierung	91
3.4.2.4.1. Besonderheiten der Fremdfinanzierung	91
3.4.2.4.1.1. Die umfassende Besicherung	91
3.4.2.4.1.2. Mischformen der Finanzierung	94
3.4.2.4.2. "Strip Financing"	96
3.4.2.5. Die einzelnen Arrangements in der Gesamtbetrachtung	98
3.4.3. Wettbewerb, Managementspielräume und Sanierungs-MBO	99
3.4.3.1. Wettbewerb, Managementspielräume und Unternehmenskrise	99
3.4.3.2. Die Managementbeteiligung im Sanierungs-MBO	102
3.4.3.3. Implikationen für die Kapitalstruktur	104
3.4.4. Zwischenergebnis	105
3.5. Umverteilung statt Effizienzsteigerung?	106
3.5.1. Einführende Überlegungen	106
3.5.2. Ansatzpunkte von Umverteilungsmaßnahmen	107
3.5.2.1. Insider-Trading zu Lasten der Aktionäre	107
3.5.2.2. MBOs, Verschuldung und Fremdkapitalgeber	111
3.5.2.3. MBOs, Arbeitnehmer, Lieferanten und Abnehmer	113
3.5.2.4. MBOs und der Fiskus	116
3.5.3. Zwei Schwächen empirischer Untersuchungen	118
3.5.4. Zwischenergebnis	119
3.6. Fazit	119
IV. Zusammenfassung und Ausblick	121
1. <u>Ergebnisse</u>	122

2. <u>Ergänzungen und Erweiterungen</u>	124
2.1. Spezifische Managementvorteile im Verhandlungsprozeß	124
2.2. Spezifität, Plastizität und LMBOs/LBOs	126
3. <u>Ausblick und Anmerkungen</u>	127
Anlagen	A1-A12
Literaturverzeichnis	L1-L20

Anlagenverzeichnis

1. Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Entwicklung der nach § 23 GWB meldepflichtigen Unternehmenszusammenschlüsse	A1
Abbildung 2:	Die Entwicklung des Marktes für MBOs und MBIs in Großbritannien	A2
Abbildung 3:	Verkäufer bei britischen MBOs - nach Anzahl der Transaktionen -	A5
Abbildung 4:	Verkäufer bei britischen MBOs - nach Kaufpreissumme -	A7
Abbildung 5:	Finanzierungsstruktur britischer MBOs und MBIs in Transaktionen mit Volumina über £ 25 Mio	A9

2. Tabellenverzeichnis

Tabelle 1:	Die Entwicklung des Marktes für MBOs und MBIs in Großbritannien	A3
Tabelle 2:	MBOs und MBIs in Europa - Schätzungen -	A4
Tabelle 3:	Verkäufer bei Management Buy-outs in Großbritannien - nach Anzahl der Transaktionen (%) -	A6
Tabelle 4:	Verkäufer bei Management Buy-outs in Großbritannien - nach Kaufpreissumme (%) -	A8
Tabelle 5:	Finanzierungsstruktur britischer MBOs und MBIs in Transaktionen mit Volumina über £ 25 Mio	A10
Tabelle 6:	Größenverteilung britischer Management Buy-outs (%)	A11
Tabelle 7:	Branchenstruktur britischer MBOs - nach Anzahl der Transaktionen (%) -	A12

Abkürzungsverzeichnis

Abb.	-	Abbildung
Abs.	-	Absatz
AG	-	Aktiengesellschaft
AktG	-	Aktiengesetz
Art.	-	Artikel
Bd.	-	Band
BGB	-	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	-	Bundesgesetzblatt
bzw.	-	beziehungsweise
ca.	-	circa
c.p.	-	ceteris paribus
CEO	-	Chief Executive Officer
ch.	-	chapter (Kapitel)
CMBOR	-	Centre of Management Buyout Research, University of Nottingham
Co.	-	Company
d.h.	-	das heißt
DDR	-	Deutsche Demokratische Republik
ders.	-	derselbe
dies.	-	dieselbe
DM	-	Deutsche Mark
EBO	-	Employee Buy-out
ed.	-	edition bzw. edited
EG	-	Europäische Gemeinschaft
ESOP	-	Employee Stock Ownership Plan / Employee Share Ownership Plan
ESOT	-	Employee Share Ownership Trust/ Employee Stock Ownership Trust
EStG	-	Einkommensteuergesetz

et. al.	-	et alii (und andere)
etc.	-	et cetera (und anderes)
evtl.	-	eventuell
f.	-	(und) folgende (Seite)
Fn	-	Fußnote
GmbH	-	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GWB	-	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
HGB	-	Handelsgesetzbuch
hrsg.	-	herausgegeben
i.d.R.	-	in der Regel
i.e.S.	-	in engerem Sinne
i.V.	-	in Verbindung
ibid	-	ebendort
incl.	-	inclusive
Jg.	-	Jahrgang
KKR	-	Kohlberg Kravis Roberts & Co
LBO	-	Leveraged Buy-out
LMBO	-	Leveraged Management Buy-out
M & A	-	Mergers & Acquisitions
MBI	-	Management Buy-in
MBO	-	Management Buy-out
Mio.	-	Million(en)
no.	-	number
Nr.	-	Nummer
o.J.	-	ohne Jahr
o.S.	-	ohne Seite
o.V.	-	ohne Verfasserangabe
p.	-	page (Seite)
pp.	-	pages (Seiten)
PR	-	Public Relations

RGBL.	-	Reichsgesetzblatt
S.	-	Seite
S & L	-	Savings & Loans (Banks)
SEC	-	Securities and Exchange Commission
sog.	-	sogenannte(r/s)
Tab.	-	Tabelle
Tz.	-	Textziffer
u.ä.	-	und ähnliche(s)
u.a.	-	unter anderem / und andere
u.U.	-	unter Umständen
UK	-	United Kingdom
USA	-	United States of America
VC	-	Venture Capital
VEB	-	Volkseigener Betrieb
vgl.	-	vergleiche
vol.	-	volume
z.B.	-	zum Beispiel
z.L.	-	zu Lasten
z.T.	-	zum Teil