

Rico Baumann

# **Leveraged Buyouts**

Eine empirische Untersuchung  
der finanziellen Charakteristika,  
Vermögenseffekte  
und brancheninternen Effekte

Mit einem Geleitwort von Prof. Ulrich Hommel, Ph.D.



**RESEARCH**

# Inhaltsverzeichnis

<b>Abbildungsverzeichnis .....</b>	<b>XVII</b>
<b>Tabellenverzeichnis .....</b>	<b>XIX</b>
<b>Abkürzungsverzeichnis .....</b>	<b>XXIII</b>
<b>Symbolverzeichnis .....</b>	<b>XXVII</b>
<b>1. Einleitung .....</b>	<b>1</b>
1.1 Problemstellung und Zielsetzung .....	2
1.2 Gang der Untersuchung .....	5
<b>2. Grundlagen zu Leveraged Buyouts .....</b>	<b>9</b>
2.1 Begriffliche Grundlagen zu Leveraged Buyouts .....	9
2.1.1 Konkretisierung des Untersuchungsgegenstandes .....	9
2.1.1.1 Fusionen und Übernahmen .....	9
2.1.1.2 Venture Capital und Private Equity .....	10
2.1.1.3 Abgrenzung einzelner Typen von Buyout-Transaktionen .....	12
2.1.1.3.1 Management Buyout .....	13
2.1.1.3.2 Management Buy-in .....	14
2.1.1.3.3 Buy-in-Management Buyout .....	15
2.1.1.3.4 Institutional Buyout .....	15
2.1.1.3.5 Employee Buyout und ESOP .....	16
2.1.1.3.6 Owner Buyout .....	21
2.1.1.3.7 Leveraged Buyout und Going Private .....	21
2.1.1.4 Typisierung der verschiedenen Arten von Buyout-Transaktionen .....	24
2.1.2 Definition Leveraged Buyout .....	24
2.2 Transaktionsspezifische Grundlagen zu Leveraged Buyouts .....	28
2.2.1 Anlässe und praktische Erwägungen für die Durchführung von (Leveraged) Buyouts .....	29
2.2.1.1 Restrukturierung und Neuausrichtung von Unternehmen oder Konzernen .....	29
2.2.1.2 Sanierung von Unternehmen in Krisensituationen .....	29
2.2.1.3 Wachstumsfinanzierung bei reiferen Unternehmen .....	30
2.2.1.4 Nachfolgelösung bei Familienunternehmen/mittelständischen Unternehmen .....	30

2.2.1.5	Privatisierung bei Unternehmen in Staatsbesitz .....	31
2.2.1.6	Going Private als Rückzug von der Börse bei notierten Unternehmen .....	32
2.2.2	Strukturen und Transaktionsmodelle .....	34
2.2.3	Finanzierung von Leveraged Buyouts .....	38
2.2.4	Parteien eines Leveraged Buyouts .....	45
2.2.5	Leveraged Buyout als Prozess .....	49
2.2.5.1	Investitionsmittelbeschaffung .....	49
2.2.5.2	Beteiligungssuche & Evaluation .....	50
2.2.5.3	Deal-Strukturierung und Investition .....	51
2.2.5.4	Betreuung und Wertsteigerung .....	51
2.2.5.5	Exit und Desinvestition .....	52
<b>3.</b>	<b>Untersuchung der Determinanten von Leveraged Buyouts .....</b>	<b>55</b>
3.1	Literaturüberblick zu den Determinanten von Leveraged Buyouts .....	55
3.1.1	Motive und Zielsetzungen von Leveraged Buyouts .....	55
3.1.1.1	Transaktionskosten-Hypothese .....	56
3.1.1.2	Steuer-Hypothese .....	56
3.1.1.3	Übernahmeabwehr-Hypothese .....	56
3.1.1.4	Free Cash Flow-Hypothese .....	57
3.1.1.5	Kontroll-Hypothese .....	57
3.1.1.6	Hypothese zur Neuausrichtung der Anreize .....	57
3.1.1.7	Vermögenstransfer-Hypothese .....	58
3.1.1.8	Verschuldungspotential-Hypothese .....	59
3.1.1.9	Unterbewertungs-Hypothese .....	59
3.1.2	Überblick über empirische Studien zu den finanziellen Charakteristika von Leveraged Buyouts .....	60
3.1.2.1	Quantitativ empirische Studien mit dem Ziel der Kennzahlen- ermittlung (Forschungcluster 1) .....	61
3.1.2.2	Quantitativ empirische Studien mit dem Ziel der Bestätigung von Erklärungsansätzen (Forschungcluster 2) .....	64
3.1.2.3	Quantitativ empirische Studien mit dem Fokus auf Aspekte im Zusammenhang mit kleineren Unternehmen (Forschungcluster 3) .....	76
3.1.3	Zusammenfassung der Ergebnisse bisheriger Studien .....	78
3.2	Hypothesenentwicklung .....	82

3.2.1	Ableitung der Hypothesen .....	82
3.2.2	Operationalisierung der Hypothesen .....	91
3.3	Forschungsdesign .....	105
3.3.1	Sample-Aufbau und Datenquellen.....	105
3.3.1.1	Vorüberlegungen zur Definition und Auswahl der Untersuchungseinheiten .....	105
3.3.1.2	Definition der Grundgesamtheit und Festlegung der Auswahlbasis .....	112
3.3.1.3	Bestimmung der Grundgesamtheit und der Stichprobe.....	114
3.3.1.4	Kriterienbestimmung zur Konstruktion einer Vergleichsgruppe .....	118
3.3.1.5	Bestimmung der Vergleichsgruppe .....	125
3.3.1.6	Zusammensetzung des vorläufigen Matched Samples .....	127
3.3.2	Forschungsmethodik.....	130
3.3.2.1	Logistischer Regressionsansatz .....	130
3.3.2.2	Kriterien zur Überprüfung der Modellgüte .....	134
3.3.2.3	Konditionale Logistische Regression bei Matched Sample-Studien.....	138
3.4	Empirische Ergebnisse .....	140
3.4.1	Deskriptive Statistik.....	140
3.4.2	Ergebnisse der univariaten Analysen.....	146
3.4.3	Ergebnisse der bivariaten Analysen.....	154
3.4.4	Ergebnisse der multivariaten Analysen .....	158
3.4.5	Robustheitsüberprüfungen .....	164
3.4.6	Prüfung der Modellprämissen.....	167
3.5	Zusammenfassung und ökonomische Interpretation der Ergebnisse.....	172
3.5.1	Zusammenfassung der Studienergebnisse .....	172
3.5.2	Ökonomische Interpretation .....	178
<b>4.</b>	<b>Daten und Methodik zur Analyse von Ankündigungseffekten im Zuge von Leveraged Buyouts.....</b>	<b>181</b>
4.1	Datenquellen und Zusammensetzung des Datensatzes.....	181
4.1.1	Aufbau des Samples und Datenquellen .....	181
4.1.2	Matchingverfahren.....	185
4.1.3	Zusammensetzung des vorläufigen LBO-Samples und der Subsamples.....	188

4.2	Methodik der Event-Studie.....	190
4.2.1	Voraussetzungen für die Anwendung der Event-Studienmethodik.....	191
4.2.2	Ablauf der Event-Studie .....	192
4.2.3	Modelle zur Berechnung abnormaler Renditen.....	194
4.2.3.1	Market Model.....	195
4.2.3.2	Drei-Faktoren-Market-Model nach Fama/French .....	195
4.2.3.3	Mean Adjusted Returns Model.....	196
4.2.3.4	Market Adjusted Returns Model .....	197
4.2.4	Berechnung kurz- und langfristiger Renditen.....	197
4.2.4.1	Berechnung kurzfristiger kumulierter abnormaler Renditen.....	199
4.2.4.2	Berechnung langfristiger abnormaler Renditen mit dem BHAR-Ansatz.....	200
4.2.5	Statistische Analyseverfahren.....	202
4.2.5.1	Verfahren zur Überprüfung von Hypothesen .....	202
4.2.5.2	Lineare Regression .....	204
4.3	Festlegung von Definitionen, Perioden und Daten für die vorliegenden Event-Studien .....	208
<b>5.</b>	<b>Untersuchung der Vermögenseffekte von Leveraged Buyouts.....</b>	<b>215</b>
5.1	Literaturüberblick zu den Vermögenseffekten von Leveraged Buyouts.....	215
5.1.1	Erklärungsansätze für Vermögenseffekte bei Leveraged Buyouts.....	215
5.1.2	Überblick über empirische Studien zu den Vermögenseffekten von Leveraged Buyouts .....	222
5.1.2.1	Studien mit dem Fokus auf Agency-theoretische Hypothesen (Forschungscluster 1) .....	227
5.1.2.2	Studien mit dem Fokus auf die Unterbewertungshypothese und Informationsasymmetrien (Forschungscluster 2).....	231
5.1.2.3	Studien mit dem Fokus auf Hypothesen zur Ausbeutung von Stakeholder-Gruppen (Forschungscluster 3).....	235
5.1.2.4	Studien mit dem Fokus auf nationale Kapitalmärkte außerhalb der USA (Forschungscluster 4) .....	240
5.1.2.5	Zusammenfassung der Ergebnisse bisheriger Studien .....	243
5.2	Hypothesenentwicklung .....	246
5.2.1	Ableitung der Hypothesen .....	247

5.2.2	Operationalisierung der Hypothesen .....	251
5.3	Empirische Ergebnisse .....	256
5.3.1	Deskriptive Statistik.....	256
5.3.2	Ergebnisse der univariaten Analysen.....	260
5.3.3	Ergebnisse der bivariaten Analysen.....	261
5.3.4	Ergebnisse der multivariaten Analysen .....	266
5.3.4.1	Modellansätze zur Erklärung der Prämienhöhe von LBO-Targets .....	266
5.3.4.2	Robustheitsüberprüfungen.....	270
5.3.4.3	Prüfung der Modellprämissen .....	273
5.4	Zusammenfassung und ökonomische Interpretation der Ergebnisse.....	276
5.4.1	Zusammenfassung der Studienergebnisse .....	276
5.4.2	Ökonomische Interpretation .....	278
<b>6.</b>	<b>Untersuchung der brancheninternen Effekte bei Ankündigungen von Leveraged Buyouts.....</b>	<b>281</b>
6.1	Literaturüberblick zu den brancheninternen Effekten bei Ankündigung von Leveraged Buyouts .....	281
6.2	Hypothesenentwicklung .....	287
6.2.1	Ableitung der Hypothesen .....	287
6.2.2	Operationalisierung der Hypothesen .....	292
6.3	Empirische Ergebnisse .....	298
6.3.1	Untersuchung der brancheninternen Effekte .....	299
6.3.1.1	Deskriptive Statistik .....	299
6.3.1.2	Ergebnisse der univariaten Analysen .....	302
6.3.1.3	Ergebnisse der bivariaten Analysen .....	303
6.3.1.4	Ergebnisse der multivariaten Analysen .....	310
6.3.1.4.1	Modellansätze zur Erklärung der abnormalen Renditen der gewinnenden Wettbewerber .....	310
6.3.1.4.2	Modellansätze zur Erklärung der abnormalen Renditen der verlierenden Wettbewerber.....	313
6.3.1.4.3	Robustheitsüberprüfungen der Modellansätze .....	315
6.3.1.4.4	Prüfung der Modellprämissen .....	319

---

6.3.1.5 Zusammenfassung und Interpretation der Untersuchungsergebnisse zu den brancheninternen Effekten .....	324
6.3.2 Untersuchung der finanziellen Charakteristika der beiden Gruppen von Wettbewerbern.....	326
6.3.2.1 Methodische Vorgehensweise .....	327
6.3.2.2 Empirische Ergebnisse .....	328
6.3.2.3 Zusammenfassung und Interpretation der Untersuchungsergebnisse zu den finanziellen Charakteristika der beiden Gruppen von Wettbewerbern .....	331
6.3.3 Untersuchung der abnormalen Renditen auf Informationsasymmetrien .....	332
6.3.3.1 Methodische Vorgehensweise .....	332
6.3.3.2 Empirische Ergebnisse .....	334
6.3.3.3 Zusammenfassung und Interpretation der Untersuchungsergebnisse der Informationsasymmetrien.....	339
6.4 Interpretation der aggregierten Ergebnisse.....	340
<b>7. Schlussbetrachtung.....</b>	<b>345</b>
7.1 Zusammenfassung .....	345
7.2 Beantwortung der Forschungsfragen.....	347
7.3 Ausblick.....	350
<b>Literaturverzeichnis.....</b>	<b>353</b>