



Daniel Zipser

# Wertgenerierung von Buyouts

Der Einfluss des Investitionsverhaltens  
von Fondsmanagern auf die Rendite  
von Buyouts

GABLER EDITION WISSENSCHAFT

Daniel Zipser

## **Wertgenerierung von Buyouts**

# GABLER EDITION WISSENSCHAFT

Daniel Zipser

# **Wertgenerierung von Buyouts**

Der Einfluss des Investitionsverhaltens  
von Fondsmanagern auf die Rendite  
von Buyouts

Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. Markus Rudolf

**GABLER EDITION WISSENSCHAFT**

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek  
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der  
Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über  
<<http://dnb.d-nb.de>> abrufbar.

Dissertation Wissenschaftliche Hochschule für Unternehmensführung (WHU) – Otto Beisheim  
School of Management, Vallendar, 2008

1. Auflage 2008

Alle Rechte vorbehalten  
© Gabler | GWV Fachverlage GmbH, Wiesbaden 2008

Lektorat: Frauke Schindler / Ingrid Walther

Gabler ist Teil der Fachverlagsgruppe Springer Science+Business Media.  
[www.gabler.de](http://www.gabler.de)



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

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.

Umschlaggestaltung: Regine Zimmer, Dipl.-Designerin, Frankfurt/Main  
Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier  
Printed in Germany

ISBN 978-3-8349-1342-5

**Für meine Eltern**

## Geleitwort

In den letzten 20 Jahren haben Buyouts und mit ihnen die gesamte Private Equity-Branche stark an Bedeutung gewonnen. Aus einer in Einzelfällen eingesetzten Finanzierungsform entstand eine Industrie, in der Fondsvolumina einzelner Fonds von über 5 Mrd. keine Ausnahme mehr darstellen. Auch finden Buyouts mittlerweile nicht mehr ausschließlich in den Vereinigten Staaten statt, der europäische Markt, getrieben durch Großbritannien, Frankreich und Deutschland, entwickelte sich schneller als der amerikanische, so dass heute knapp die Hälfte des Transaktionsvolumens außerhalb der Vereinigten Staaten stattfindet.

Ein besonders beachtenswertes und gleichzeitig kontrovers diskutiertes Phänomen ist, dass seit der so genannten "New Economy" bis heute das aufgelegte Fondsvolumen stark anstieg, wohingegen die Anzahl der Transaktionen nicht im gleichen Verhältnis wuchs. Dies führt zu einem Kapitalüberhang auf dem Markt, in dem eine Vielzahl von Buyout-Fonds einer begrenzten Anzahl möglicher Transaktionen gegenübersteht. Die Folge ist u.a. eine stetig ansteigende Transaktionsgröße. Daraus wiederum resultierte der bisher größte Buyout aller Zeiten: der Akquisition des Energieversorgers TXU für 45 Mrd. USD durch KKR, TPG und Goldman Sachs Capital Partners.

Diese Arbeit setzt an dieser Problematik an und untersucht, wie Investitionsverhalten von Buyout-Fondsmanagern die Rendite ihrer Transaktionen beeinflussen. Neuartig in der Buyout-Forschung wird dabei das Verhältnis zwischen Investor und Buyout-Fondsmanager anhand der Preisdrucktheorie sowie der Prinzipal-Agenten-Theorie untersucht.

Aufbauend auf einem umfangreich dargestellten Theorieteil entwickelt Herr Zipser ein statistisches Modell, anhand dessen er die dargestellten Theorien auf ihre Relevanz für Buyouts überprüft.

Die kommenden Jahre werden einen Wechsel im Investitionsverhalten von Buyout-Fondsmanagern mit sich bringen, indem die Fondsmanager zeigen, dass sie in einem durch Kapitalüberhang geprägten Markt erfolgreiche Investitionen tätigen können. Die hier dargestellten Erkenntnisse können dabei eine Hilfestellung darstellen.

Professor Dr. Markus Rudolf

## Danksagung

Mit der Fertigstellung meiner Dissertation ist für mich ein ganz besonderer Lebensabschnitt zu Ende gegangen. Ein Lebensabschnitt, der zum einen von wissenschaftlicher Arbeit, zum anderen jedoch auch von persönlicher Reflexion geprägt war. Diese ganz besondere Periode war keine einsame Zeit, sondern stellte vielmehr eine gemeinsame Zeit mit Familie, Forschungskollegen sowie Freunden dar. An dieser Stelle möchte ich mich deshalb bei allen bedanken, die das Dissertationsvorhaben gefördert und mich bei meiner Arbeit persönlich und inhaltlich unterstützt haben.

Ganz besonders möchte ich meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Markus Rudolf, danken, der meinen wissenschaftlichen Werdegang maßgeblich geprägt und positiv beeinflusst hat. Besonders danken möchte ich ihm an dieser Stelle für die hohe Flexibilität bei der Wahl des Dissertationsthemas und die starke Unterstützung meines Dissertationsvorhabens. Gerne denke ich an gemeinsame Diskussionen über die Erkenntnisse der Arbeit und Implikationen für die wissenschaftliche Forschung zurück. Für die Übernahme des Zweitgutachtens und die zahlreichen hilfreichen inhaltlichen Hinweise danke ich ebenso herzlich Herrn Prof. Dr. Martin Fassnacht.

Die vorliegende Arbeit wäre nie möglich geworden ohne meinen Forschungsaufenthalt am INSEAD. Mein Dank geht hier an Herrn Prof. Maurizio Zollo sowie ganz besonders an Herrn Prof. Oliver Gottschalg, Gründer und Leiter des INSEAD Buyout-Reseach-Zentrums. Seine Leidenschaft für Buyout-Forschung sowie der Glauben, etwas Großes bewegen zu können, sind einzigartig. Gerne denke ich an gemeinsame Diskussionen und Konferenzteilnahmen zurück. Prof. Gottschalg gelang es, mich stets zu motivieren und ist heute ein sehr guter Freund. In allen Phasen meiner Dissertation war er ein kritischer Diskussionspartner: von der Gliederungsentwicklung bis zum letzten Feinschliff in den Formulierungen mit wertvollen Anregungen und Ratschlägen. Weiterer Dank gilt meinen Forschungspartnern am INSEAD sowie im Bereich der Buyout-Forschung. Insbesondere möchte ich hier Dr. Daniel Pindur, Dr. Nicolaus Loos, Ariadna Stefanescu, Dr. Bernd Kreuter, Prof. Dr. Alexander Groh und ganz besonders Dr. Achim Berg danken.

Für die großzügige Förderung meiner Promotion im Rahmen des Fellowship-Programms danke ich meinem Arbeitgeber McKinsey&Company. Ganz besonders verbunden fühle ich mich dabei Dr. Jens Abend, Dr. Jesko Perrey und Dr. Vera Südmeyer.

Nicht vergessen möchte ich, meinen Freunden zu danken, die mich in manch schwieriger Situation aufgemuntert haben und auf deren Unterstützung ich immer zählen konnte. Insbesondere möchte ich hier Tim Fischbach, Dr. Martin Heipertz, Dr. Lukas Juncker, Christian Podzun, Daniel Schenk, Kirsten Schmiegelt, Dr. Jan Henrik Soll und Dr. Alexander Wetzler danken, die nicht nur zahlreiche Hinweise zu meiner Arbeit gegeben haben, sondern mit denen ich auch Phasen mit Höhen und Tiefen gemeinsam durchlebt habe.

Gar nicht ausreichend kann ich meiner Familie danken: meiner Mutter und meinem Vater nicht nur für den starken Zuspruch und die aufmunternden Worte in allen Phasen meines Studiums und meiner Dissertation sowie die permanente Unterstützung, sondern auch dafür, meine gesamte Arbeit mit größter Sorgfalt hinsichtlich der Rechtschreibung überprüft zu haben. Eine besondere Rolle haben für mich immer auch meine Schwester Marie und mein Bruder Carl gespielt, auf deren Unterstützung ich stets vertrauen konnte. Mein ganz besonderer persönlicher Dank gilt meiner Frau Linlin, die ich in dieser Zeitperiode kennengelernt habe. Ihr möchte ich insbesondere für die aufgebrachte Geduld sowie für den starken Rückhalt danken.

Daniel Zipser

# Inhaltsverzeichnis

<b>Abbildungsverzeichnis</b> .....	<b>XV</b>
<b>Tabellenverzeichnis</b> .....	<b>XVII</b>
<b>Abkürzungsverzeichnis</b> .....	<b>XIX</b>
<b>1 Einleitung</b> .....	<b>1</b>
1.1 Motivation .....	1
1.2 Forschungsstand und Forschungslücke .....	5
1.3 Problemstellung und Zielsetzung .....	9
1.4 Vorgehensweise und Gang der Arbeit .....	11
1.5 Beschreibung Buyout sowie Transaktionsprozess .....	11
1.5.1 Einordnung Buyout.....	11
1.5.2 Beschreibung Buyout.....	13
1.5.2.1 Definition .....	13
1.5.2.2 Arten von Buyouts .....	15
1.5.2.2.1 Übersicht.....	15
1.5.2.2.2 Konkretisierung nach der Käuferseite .....	15
1.5.2.2.3 Konkretisierung nach der Finanzierungsform .....	16
1.5.2.2.4 Konkretisierung nach Anlass des Verkaufs.....	17
1.5.3 Beschreibung Transaktionsprozess.....	18
<b>2 Theoretische Grundlagen und Hypothesenentwicklung</b> .....	<b>21</b>
2.1 Kapitelübersicht .....	21
2.2 Theoretische Einordnung .....	21
2.2.1 Übersicht.....	21
2.2.2 Erfolgsmessung anhand von Bilanz- und GuV-Kennzahlen .....	21
2.2.2.1 Erfolgsmessung.....	21
2.2.2.2 Gründe für Wertsteigerung .....	24
2.2.2.2.1 Steuervorteile.....	24
2.2.2.2.2 Wertverlust der Anleihen zu Gunsten der Eigenkapitaleigner .....	24
2.2.2.2.3 Reduzierte Interessenkonflikte .....	25
2.2.2.2.4 Incentivierung des Managements durch Unternehmensbeteiligung.....	25
2.2.2.2.5 Intensive Motivation auf Seiten des Käufers.....	25
2.2.2.2.6 Gehaltskürzungen und Mitarbeiterfreisetzungen .....	26
2.2.3 Rendite-Betrachtung auf Fondsebene (Investorensicht).....	26
2.2.4 Rendite auf Buyoutebene (Forschungslücke).....	29
2.3 Theoretisches Grundgerüst des Forschungsvorhabens .....	30
2.3.1 Übersicht.....	30
2.3.2 Investitionsprozess eines Buyout-Fonds.....	30
2.3.3 Investitionsverhaltens des Buyout-Fondsmanagers .....	32
2.3.4 Abgrenzung von nahen Themengebieten .....	33
2.4 Preisdruck-Theorie .....	33

2.4.1	Übersicht.....	33
2.4.2	Theorie des effizienten Kapitalmarktes.....	34
2.4.3	Grenzen des effizienten Kapitalmarktes.....	36
2.4.4	Nachfrage induzierter Preisdruck-Effekt.....	37
2.4.4.1	Theoretische Fundierung des Preisdruck-Effektes .....	37
2.4.4.2	Empirische Überprüfung des Preisdruck-Effektes.....	40
2.4.4.2.1	Überblick .....	40
2.4.4.2.2	Abnormale Rendite durch Preisdruck-Effekt .....	40
2.4.4.2.3	Erklärung der abnormalen Rendite.....	42
2.4.4.3	Preisdruck-Theorie bei Private-Equity-Investitionen.....	44
2.4.4.3.1	Übersicht.....	44
2.4.4.3.2	Erkenntnisse aus dem Bereich Venture Capital .....	45
2.4.4.3.3	Erkenntnisse aus dem Bereich Buyouts.....	48
2.4.4.3.4	Schlussfolgerungen.....	50
2.4.4.4	Zusammenfassung Preisdruck-Theorie .....	51
2.5	Prinzipal-Agenten-Beziehung .....	51
2.5.1	Übersicht.....	51
2.5.2	Theoretische Fundierung der Prinzipal-Agenten-Beziehung .....	52
2.5.2.1	Übersicht .....	52
2.5.2.2	„Positive Agency“-Theorie .....	54
2.5.3	Anwendung der Prinzipal-Agenten-Beziehung auf Buyouts .....	58
2.5.3.1	Organisatorische Struktur eines Buyouts .....	58
2.5.3.2	Prinzipal-Agenten-Beziehung von GP und PC .....	59
2.5.3.3	Prinzipal-Agenten-Beziehung von LP und GP .....	65
2.5.3.3.1	Übersicht.....	65
2.5.3.3.2	Interessenkonflikte zwischen LP und GP.....	66
2.5.3.3.3	Vertragsklauseln von PE-Fondsverträgen .....	68
2.5.3.3.4	Reduzierung des Interessenkonfliktes durch Vertragsklauseln....	70
2.5.3.4	Zusammenfassung Prinzipal-Agenten-Beziehung .....	72
2.6	Zusammenfassung .....	73
<b>3</b>	<b>Definition und Operationalisierung der Hypothesen.....</b>	<b>75</b>
3.1	Kapitelübersicht .....	75
3.2	Definition der Hypothesen .....	75
3.2.1	Angebot und Nachfrage.....	75
3.2.1.1	Überblick.....	75
3.2.1.2	Angebot von Buyout-Kapital .....	76
3.2.1.3	Nachfrage nach Buyout-Kapital.....	80
3.2.1.4	Zusammenfassung.....	83
3.2.2	Prinzipal-Agenten-Beziehung zwischen LP und GP.....	84
3.3	Operationalisierung der Hypothesen .....	88
3.3.1	Überblick .....	88
3.3.2	Operationalisierung der Hypothesen (Preisdruck-Theorie).....	88
3.3.3	Hypothesen („Agency“-Theorie).....	93
3.3.4	Zusammenfassung .....	95

<b>4</b>	<b>Empirische Analyse</b> .....	<b>97</b>
4.1	Kapitelübersicht .....	97
4.2	Daten .....	97
4.2.1	Übersicht.....	97
4.2.2	Beschreibung der eingesetzten Datenquellen .....	98
4.2.3	Übersicht der Gesamtstichprobe Buyouts.....	101
4.2.3.1	Übersicht .....	101
4.2.3.2	Detailbeschreibung Gesamtstichprobe.....	103
4.2.3.2.1	Detailbeschreibung Fonds .....	103
4.2.3.2.2	Detailbeschreibung Buyouts der Kernstichprobe .....	105
4.2.3.3	Repräsentativität der Stichprobe .....	108
4.3	Methodik .....	111
4.3.1	Angewandte statistische Verfahren .....	111
4.3.2	Modellspezifikationen .....	116
4.3.3	Erfolgsmessung in Buyouts .....	119
4.3.3.1	Grundkonzept der Erfolgsmessung in Buyouts.....	119
4.3.3.2	Bestimmung der Kapitalkosten von Buyouts.....	120
4.3.3.3	Kennzahlen zur Erfolgsmessung von Buyouts.....	124
4.3.3.4	Deskriptive Statistik der abhängigen Variablen.....	127
4.3.3.5	Deskriptive Statistik der unabhängigen Variablen.....	132
4.4	Ergebnisse .....	140
4.4.1	Übersicht.....	140
4.4.2	Ökonometrische Analysen .....	140
4.4.2.1	Deskriptive Statistik der unabhängigen Variablen.....	140
4.4.2.2	Ergebnisse der gesamten Stichprobe.....	144
4.4.2.3	Betrachtung der Unterstichproben Europa und Nordamerika.....	148
4.4.2.4	Betrachtung alternativer Erfolgskennzahlen .....	150
4.4.2.5	Betrachtung modifizierter Modelle .....	152
4.4.3	Überprüfung der Robustheit der Analysen .....	155
<b>5</b>	<b>Schlussfolgerung und Forschungsausblick</b> .....	<b>159</b>
	<b>Literaturverzeichnis</b> .....	<b>165</b>

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Entwicklung von Buyout-Fonds .....	2
Abbildung 2: Investiertes Kapital nach Ländern 2004 .....	3
Abbildung 3: Einordnung in das Forschungsgebiet Erfolgsmessungen von Buyouts ....	7
Abbildung 4: Übersicht alternativer Anlageformen.....	12
Abbildung 5: Darstellung von Buyout-Begriffen .....	15
Abbildung 6: Investitionszyklen einer PE-Firma.....	31
Abbildung 7: Angebot und Nachfrage nach Wertpapieren.....	38
Abbildung 8: Auswirkungen des Informations-Effektes .....	39
Abbildung 9: Abnormale Rendite bei Aufnahme in den S&P500.....	40
Abbildung 10: Überprüfung der Ergebnisse auf ihre Robustheit .....	48
Abbildung 11: Organisatorische Struktur eines Buyouts.....	58
Abbildung 12: Einfluss Buyout auf die Prinzipal-Agenten-Beziehung zwischen GP und PC.....	65
Abbildung 13: Direkte und indirekte Investition in Portfolio-Unternehmen.....	70
Abbildung 14: Angebot und Nachfrage nach PE-Kapital (Ausweitung Angebot).....	80
Abbildung 15: Angebot und Nachfrage nach PE-Kapital (Beispiel Nachfragerückgang).....	82
Abbildung 16: Angebot und Nachfrage nach PE-Kapital (Nachfrageanstieg und Angebotsrückgang).....	83
Abbildung 17: Kompensation PE-Firma.....	85
Abbildung 18: Angebot und Nachfrage nach PE-Kapital (PA-Konflikte bei konstantem Angebot und konstanter Nachfrage).....	88
Abbildung 19: Bestimmung des Kapitals im Markt (illustrativ) .....	90
Abbildung 20: Akquisitionszeitpunkt nach Auflage des Fonds .....	94
Abbildung 21: Übersicht der Datenquellen .....	99
Abbildung 22: Übersicht Stichproben-Zusammensetzung .....	102
Abbildung 23: Querschnittsdaten.....	113

## Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Übersicht der größten Buyouts (nach Transaktionsgröße) .....	4
Tabelle 2: Übersicht verbesserte Kennzahlen .....	23
Tabelle 3: Vertragsklauseln in PE-Fondsverträgen .....	68
Tabelle 4: Übersicht Hypothesen Angebot und Nachfrage nach PE-Kapital .....	84
Tabelle 5: Übersicht Hypothesen PA-Konflikte zwischen Investor und PE-Firma.....	88
Tabelle 6: Übersicht Variablen .....	95
Tabelle 7: Übersicht Fonds Gesamtstichprobe .....	101
Tabelle 8: Übersicht Buyouts Gesamtstichprobe .....	102
Tabelle 9: Investitionsschwerpunkt der betrachteten Fonds .....	104
Tabelle 10: Fondsgröße der betrachteten Fonds .....	104
Tabelle 11: Übersicht getätigte Buyouts pro Fonds .....	105
Tabelle 12: Größte Transaktionen in der Stichprobe .....	106
Tabelle 13: Buyouts in Stichprobe nach Industrie .....	106
Tabelle 14: Buyouts nach Transaktionsjahr .....	107
Tabelle 15: Buyouts nach Region .....	108
Tabelle 16: Buyouts nach Größenkategorie .....	108
Tabelle 17: Übersicht Stichproben Venture Economics und INSEAD Buyout- Research-Zentrum .....	110
Tabelle 18: Test zur Unabhängigkeit der Stichprobe.....	110
Tabelle 19: Pearson Chi-Quadrat-Test für unterschiedliche Investitions- schwerpunkte.....	111
Tabelle 20: Regressionsannahmen.....	116
Tabelle 21: Datastream Industrie-Klassifizierung .....	123
Tabelle 22: Übersicht in Arbeit eingesetzter Erfolgsmaße .....	127
Tabelle 23: Übersicht verwandter Erfolgskennzahlen .....	128
Tabelle 24: Profitabilitätsindex (DS4) nach Akquisitionsjahr.....	130
Tabelle 25: Profitabilitätsindex (DS4) nach Industrie des Buyout-Unternehmens.....	131
Tabelle 26: Profitabilitätsindex (DS4) nach Region/Land des Buyout- Unternehmens.....	131

Tabelle 27: Profitabilitätsindex (DS4) nach Jahr relativ zur Fondsauflage.....	132
Tabelle 28: Profitabilitätsindex (DS4) nach Abweichung von durchschnittlichen Investitionsrhythmus .....	132
Tabelle 29: Kapitalüberhang nach Jahren .....	133
Tabelle 30: Kapitalüberhang nach Jahren (Europa).....	134
Tabelle 31: Kapitalüberhang nach Jahren (Nordamerika) .....	134
Tabelle 32: M&A-Aktivitäten nach Jahren.....	135
Tabelle 33: M&A-Aktivitäten nach Jahren und Regionen .....	136
Tabelle 34: Übersicht Tobin-Q nach Jahr und Region .....	137
Tabelle 35: Investitionstätigkeit über die Fondslaufzeit.....	138
Tabelle 36: Investitionstätigkeit über die Fondslaufzeit nach Fonds- Investitionsschwerpunkt.....	138
Tabelle 37: Vergleich Investition über Fondslaufzeit Gesamtstichprobe und Venture Economics .....	138
Tabelle 38: Übersicht Abkürzungen unabhängige Variablen .....	141
Tabelle 39: Deskriptive Statistik unabhängige Variablen der Kernstichprobe.....	142
Tabelle 40: Korrelationsmatrix der unabhängigen Variablen .....	143
Tabelle 41: Ergebnisse der Regression .....	146
Tabelle 42: Ergebnisse der Regression nach Region .....	149
Tabelle 43: Ergebnisse der Regression alternativer abhängiger Variablen .....	151
Tabelle 44: Ergebnisse der Regression ohne Kontrollvariablen.....	152
Tabelle 45: Ergebnisse der Regression getrennt nach Preisdruck- und PA-Theorie..	153
Tabelle 46: Ergebnisse der Regression unter Berücksichtigung Preisdruck zum Verkaufszeitpunkt .....	154
Tabelle 47: Ergebnisse der Regression mit konventionellen sowie White- Standardfehlern .....	156
Tabelle 48: Ergebnisse der Regression mit Bootstrap-Konfidenzintervallen.....	157
Tabelle 49: Ergebnisse der robusten Regression .....	158

## **Abkürzungsverzeichnis**

AG	Aktiengesellschaft
AIK	Akaike-Informationskriterium
bspw.	beispielsweise
BBO	Belegschafts-Buyout
bzw.	beziehungsweise
CAPM	Capital-Asset-Pricing-Model
CD & R	Clayton, Dubilier & Rice
EMH	Efficient Market Hypothesis
EUR	Euro
F & E	Forschung und Entwicklung
GP	General Partner
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
IPO	Initial Public Offering
IRR	Internal Rate of Return
KKR	Kohlberg, Kravis & Roberts
LBBO	Leveraged-Belegschaftsbuyout
LBI	Leveraged-Buyin
LBO	Leveraged-Buyout
LMBI	Leveraged-Management-Buyin
LOBO	Leveraged-Owner-Buyout
LP	Limited Partner
M & A	Merger & Acquisitions
MBI	Management-Buyin
MBO	Management-Buyout
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
NYSE	New York Stock Exchange
OBO	Owner-Buyout
p. a.	per annum

XX

Abkürzungsverzeichnis

PA	Prinzipal/Agenten
PC	Portfolio Company
PE	Private-Equity
PI	Profitabilitätsindex
PPM	Private Placement Memoranda
RM	Return Multiple
SIK	Schwarz-Informationskriterium
S & P	Standard & Poor's
USA	United States of America (Vereinigte Staaten von Amerika)
USD	US-Dollar
VC	Venture Capital
VIF	Varianzinflationsfaktor
vs.	versus

# 1 Einleitung

## 1.1 Motivation

Buyouts, außerbörsliche Beteiligungen an reifen Unternehmen oder Unternehmensbereichen durch Finanzinvestoren,<sup>1</sup> sind ein Instrument der Finanzierung sowie Reorganisation, das in den letzten Jahren weltweit stark an Bedeutung gewonnen hat.

Bereits in den 1970er-Jahren als Finanzierungsform vereinzelt eingesetzt, erlangte das Segment in den späten 1980er-Jahren in den USA erstmals breite Akzeptanz und Anwendung. Die dramatisch ansteigende Zahl an Buyouts prägte in diesem Zeitraum den gesamten Markt der Unternehmensübernahmen. Von 1979 bis 1989 wurden mehr als 2.000 Buyouts mit einem Gesamtwert von über 250 Mrd. USD in den USA durchgeführt;<sup>2</sup> davon allein ein Transaktionswert von 29 Mrd. USD im Rahmen des bis heute größten Buyouts: der Übernahme des Konsumgüter-Unternehmens RJR Nabisco durch die Private-Equity-Gesellschaft Kohlberg, Kravis & Roberts (KKR) im Jahr 1989.<sup>3</sup> In diesem Jahr wurden auch erstmals über 100 Buyout-Fonds aufgelegt. Diese rasante Entwicklung fand mit dem Zusammenbruch des Highyield-Anleihen-Marktes 1990/91 ein abruptes Ende. In der Literatur wird diese Entwicklung auf eine Ineffizienz der Kapitalmärkte zurückgeführt. Die hohe Liquidität in Private-Equity-Fonds (PE-Fonds) und die leichte Verfügbarkeit von Fremdkapital über den Kapitalmarkt führten dazu, dass Transaktionen häufig übersteuert realisiert wurden und die Kapitalstruktur für die Investoren nachteilig war, was eine hohe Rate an Insolvenzen zur Folge hatte. Der Zusammenbruch des Highyield-Anleihen-Marktes war die daraus resultierende logische Konsequenz.<sup>4</sup> Ein weit verbreiteter Irrglaube bestand darin, dass mit dem Zusammenbruch des Highyield-Anleihen-Marktes den Buyout-Aktivitäten die Existenzgrundlage vollkommen entzogen wäre. Es ist zwar nicht zu leugnen, dass die Aktivitäten in den frühen 1990er-Jahren geringer ausfielen als in den Hochphasen der späten 1990er-Jahre; es gab weiterhin allerdings rege Aktivität in diesem Segment, die im weiteren Verlauf durch strukturelle Veränderungen begleitet wurde. Hatten Buyouts in den 1980er-Jahren, häufig begünstigt durch die liquiden Highyield-Anleihen-Märkte, eine Fremdkapitalquote von bis zu 20 zu 1, ging die Höhe der Fremdkapitalfinanzierung ab 1990 stark zurück. Viele Transaktionen der Jahre 1991 und 1992 wurden ausschließ-

---

<sup>1</sup> Vgl. Abschnitt 1.5.2.1.

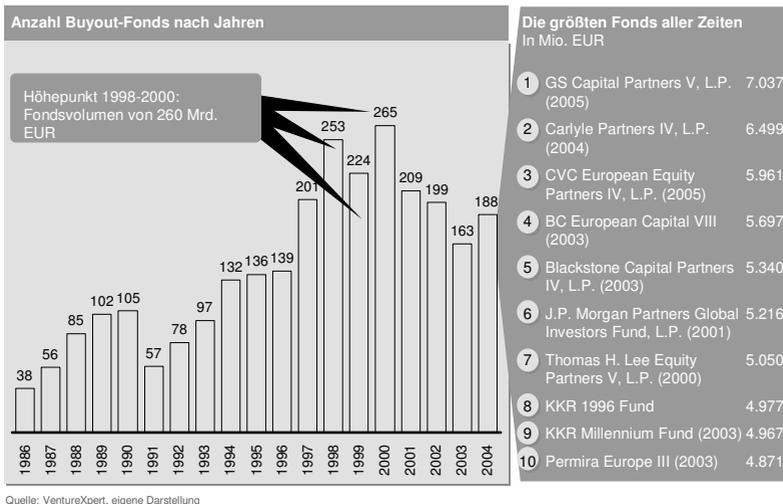
<sup>2</sup> Vgl. Opler und Titman (1993).

<sup>3</sup> Vgl. Dammon et al. (1993), Baker und Smith (1998), SDC Platinum.

<sup>4</sup> Vgl. Kaplan und Stein (1993).

lich über Eigenkapital und langfristige Bankverbindlichkeiten (im Gegensatz zu öffentlich gehandeltem Fremdkapital) finanziert.<sup>5</sup> Die Fremdkapitalquote lag auch hier meist nur noch bei 4 zu 1.<sup>6</sup>

Ab Mitte der 1990er-Jahre kam es erneut zu einem stärkeren Wachstum des Segments, wobei auch der europäische Markt zunehmend eine wichtige Rolle spielte. Diese Entwicklung fand in den Jahren 1998 bis 2000 einen vorläufigen Höhepunkt. In diesem Zeitraum wurden über 700 neue Buyout-Fonds mit einem Gesamtfondsvolumen von 260 Mrd. EUR aufgelegt.<sup>7</sup>



**Abbildung 1: Entwicklung von Buyout-Fonds**

Auch die durchschnittliche Fondsgröße stieg stark an; lag sie 1990 noch bei 94 Mio. EUR, konnte der durchschnittliche Fonds im Jahr 2004 einen Betrag von 406 Mio. EUR aufnehmen. Die vier größten Fonds wurden in den Jahren 2004 und 2005 aufgenommen. GS Capital Partners V als bisher größter Fonds weist ein Fondsvolumen von über 7 Mrd. EUR auf. Dieser Betrag liegt bspw. deutlich über der Marktkapitalisierung der Deutschen Lufthansa (5,1 Mrd. EUR).<sup>8</sup>

<sup>5</sup> Zur Rolle der Banken für ‚Highly Leveraged‘-Transaktionen vgl. Borio (1990).

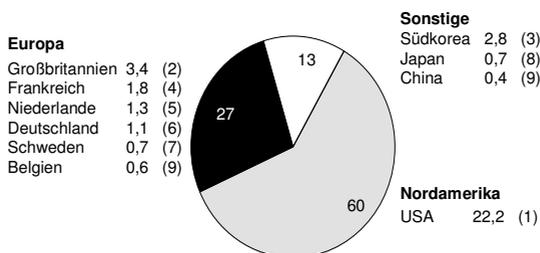
<sup>6</sup> Für eine ausführliche Betrachtung der geschichtlichen Entwicklungen des Segments von 1970 bis 1993 vgl. Allen (1999); für eine Diskussion verschiedener Fremdkapitalformen vgl. Fama (1985).

<sup>7</sup> Für eine Entwicklung der aufgelegten Buyout-Fonds vgl. Abbildung 1.

<sup>8</sup> Durchschnittswert November 2005.

Der beschriebene starke Anstieg der Anzahl der Buyout-Fonds in den 1990er-Jahren ist auch durch die Entwicklung des Buyout-Marktes in Europa getrieben. Während in den 1980er- und frühen 1990er-Jahren der Buyout-Markt eine nordamerikanische Domäne war, gewann er in den 1990er-Jahren in Europa stark an Bedeutung. 1990 fanden nur 6% aller Investitionen in Europa statt; selbst 1995 blieb der Anteil trotz eines Wachstums um 70% (11% p. a.) relativ bei nur 7% aller weltweiten Buyout-Transaktionen. Die rasante Entwicklung ergab sich erst in den Folgejahren, so dass seit 2000 der Anteil Europas bei 27% liegt.<sup>9</sup> Dieser rapide Anstieg des investierten Kapitals in Buyout-Fonds in Europa ist vornehmlich auf strukturelle und rechtliche Änderungen zurückzuführen;<sup>10</sup> hierbei ist insbesondere die Liberalisierung von Investitionsbarrieren der Versicherungen und Rentenfonds zu nennen. Dieser Trend wurde durch die niedrigen Inflationsraten, die zu einem Kapitalabfluss aus Anleihen und daraus resultierender Liquidität führten, beschleunigt. Heute hat sich Europa als signifikanter Markt für Buyouts etabliert.<sup>11</sup> Neben Großbritannien (3,4 Mrd. USD) waren Frankreich (1,8 Mrd. EUR) und Niederlande (1,3 Mrd. EUR) die größten Märkte Europas im Jahr 2004; dahinter folgte Deutschland mit 1,1 Mrd. EUR.<sup>12</sup>

100 % = 37,9 Mrd. EUR Eigenkapital  
(...) Top 10 (in Reihenfolge der Länder)



Quelle: VentureXpert, eigene Darstellung

**Abbildung 2: Investiertes Kapital nach Ländern 2004**

Vergleicht man das aufgelegte Fondskapital mit dem von den Fonds bereits investierten Kapital, lässt sich erkennen, dass der starke Anstieg neu aufgelegter Fonds bisher nur zum Teil Niederschlag in erhöhten tatsächlichen Investitionen in Buyouts gefunden hat. So wurde durch die Neuauflage von Fonds dem Markt in den letzten Jahren konsi-

<sup>9</sup> Vgl. Abbildung 2.

<sup>10</sup> Vgl. Bance (2002).

<sup>11</sup> Eine jüngere Untersuchung aus Sicht der Praxis des europäischen Buyout-Marktes sowie eine kritische Betrachtung des Bieterwettbewerbes findet sich bei Stobbe (2005).