

1 Einführung

1.1 Motivation

Mit dem Aufschwung an den internationalen Finanzmärkten bis zum Sommer 2007 und dem anschließenden Einbruch, hervorgerufen durch die Immobilienkrise in den USA (Subprime Mortgage Crisis) und der damit verbundenen Kreditklemme, hat auch das Thema Private Equity (PE) große Aufmerksamkeit auf sich gezogen. Von besonderem öffentlichen Interesse ist dabei der fremdfinanzierte Erwerb von Unternehmen in Form eines Leveraged Buyout (LBO). Während LBOs in den USA bereits seit Jahrzehnten ein fester Bestandteil des Kapitalmarktes sind, haben sich diese in den letzten Jahren in Europa und teilweise auch in Asien sowohl bei Investoren als alternative Anlageform als auch bei Unternehmen als Finanzierungs- und Governancemodell etabliert. Das rasante weltweite Wachstum der Buyouts wurde dabei durch attraktive Rahmenbedingungen auf der Angebots- und Finanzierungsseite begünstigt.¹

Das Geschäftsmodell der Buyout-Gesellschaften basiert im Wesentlichen darauf, Gelder bei institutionellen und zunehmend auch privaten Investoren über Fonds einzusammeln und damit Unternehmen vollständig oder teilweise zu übernehmen. Charakteristisches Merkmal dieser Transaktionen ist, dass sie unter signifikantem Einsatz von Fremdkapital und unter Beteiligung des Managements erfolgen.² Ausdrückliches Ziel ist es, den Wert der Unternehmen durch Änderungen in der Geschäftsstrategie, Optimierung der Kapitalstruktur, Veräußerungen von Firmenteilen und Verbesserung der operativen Effizienz zu steigern und diese anschließend gewinnbringend zu veräußern.³ Neben dem Verkauf an einen anderen Finanzinvestor oder einen strategischen Käufer bildet der Börsengang oder Initial Public Offering (IPO) bzw. Going Public eine wichtige Exitoption für Finanzinvestoren aus einem LBO. Diese Börsengänge von Buyouts, im Folgenden auch als LBO-backed IPOs bezeichnet, stehen im Fokus der vorliegenden Arbeit, da sie aus zweierlei Hinsicht von besonderer Relevanz sind.

1 Die Etablierung von PE und LBOs als alternative Anlageklassen wird in Kapitel 2 ausführlich behandelt.

2 Bei den im Rahmen dieser Arbeit analysierten LBOs müssen Finanzinvestoren mindestens einen 10%-Anteil am Eigenkapital eines Unternehmens erwerben. Die genauen Anforderungskriterien bei der Auswahl der hier untersuchten LBOs werden in Kapitel 4.2 beschrieben.

3 Diese grobe Umschreibung der Zielsetzung und Vorgehensweise von Buyout-Fonds wird in den Kapiteln 2 und 3 konkretisiert.

Zum einen sind sie in der öffentlichen Debatte in Deutschland wie in den anglo-amerikanischen Ländern zunehmend dem Vorwurf ausgesetzt, eine zu kurzfristige und rein auf den Profit der Fonds ausgerichtete Strategie zu verfolgen. Dies führe dazu, dass PE-Investoren ihre Beteiligungen zu schnell und mit einer zu hohen Verschuldung wieder an die Börse brächten (Cao und Lerner (2009)). Neben der geringen Attraktivität der Aktien dieser Börsengänge wird auch die mangelnde Nachhaltigkeit der durch Finanzinvestoren implementierten Änderungen und Wertsteigerungen kritisiert. Weitere negative Stereotypen umfassen den Vorwurf, dass die erzielten Renditen aus Buyouts (fast) ausschließlich auf Steuervorteilen basierten und einen Vermögenstransfer zu Lasten der alten Stakeholder, zum Beispiel Anleihengläubiger und Angestellte, darstellten (KKR (1989), Shleifer und Summers (1989), Smith (1990a), Butler (2001)).

Zum anderen stellen LBO-backed IPOs auch aus Sicht der akademischen Literatur ein interessantes Untersuchungsfeld dar. Jensen (1989a) argumentiert, dass durch einen LBO aufgrund der höheren Verschuldung, stärkeren Beteiligung des Managements am Unternehmen sowie Kontrolle durch Finanzinvestoren die typischen Anreizprobleme börsennotierter Gesellschaften und Holdingstrukturen überwunden und Wertsteigerungen erreicht werden können. Das auf der Reduktion von Agency-Kosten basierende Verschuldungs- und Incentiveargument (Jensen und Meckling (1976)), welches die Überlegenheit der Buyout-Organisationsform und die damit verbundenen höheren Renditen erklären soll, ist jedoch nicht unumstritten. So könnte das Management durch eine zu hohe Beteiligung am Unternehmen zu einer höheren Risikoaversion und zur Vermeidung riskanter aber profitabler Investitionen veranlass werden. Zudem könnte eine übermäßige Verschuldung das Management in seiner Gestaltungs- und Handlungsfreiheit einengen (Rappaport (1990)) und zu einer risikoaversen Investitionsselektion führen, um die Insolvenzgefahr zu reduzieren. Die auf Basis der Theorie umstrittene Frage, inwiefern eine höhere Verschuldung und Konzentration des Eigentums in der Hand weniger Investoren und des Managements nachhaltig wertstiftend sind, bedarf somit einer empirischen Beantwortung (Holthausen und Larcker (1996)).

1.2 Zielsetzung und Abgrenzung

Vor dem Hintergrund der Diskussion um die Werttreiber von LBOs stellt deren Börsengang ein besonders interessantes Untersuchungsfeld dar. Die Finanzliteratur betrachtet LBO-backed IPOs im Agency-theoretischen Kontext der damit verbundenen Veränderungen in der Corporate Governance als Gegenstück bzw. Umkehrfunktion von LBOs (McConaughy et al. (1995)). Denn während Buyouts zu einer Bündelung der Eigenkapitalanteile in der Hand der Finanzinvestoren, üblicherweise unter signifikanter Beteiligung des Managements, sowie einer

substanziellen Verschuldung des Unternehmens führen, wird die Eigentümerstruktur beim anschließenden IPO über eine Vielzahl von Investoren gestreut und die Verschuldung durch Zuführung frischen Eigenkapitals reduziert. Wenn Unternehmen jedoch schon wenige Jahre nach ihrem LBO wieder an die Börse gehen, so wird das ökonomische Rational der Wertschaffung durch Buyouts infolge einer effizienteren Governance in Frage gestellt. Eine vielfach geäußerte Kritik an Börsengängen von LBOs ist daher die Ausnutzung von Market Timing in Form einer Art „Revolving Door“-Politik: ein Vorgehen, bei dem Insider (Management und Finanzinvestoren) asymmetrische Informationsvorteile nutzen, um über Ein- und Ausstieg aus dem öffentlichen Kapitalmarkt zu entscheiden (Smith (1990a), Ainina und Mohan (1991)).

Eine wesentliche Zielsetzung der empirischen Untersuchung der Performance der Börsengänge von LBOs im Rahmen dieser Arbeit ist somit, weitere Erkenntnisse darüber zu gewinnen, inwieweit die Konzentration des Eigentums und ein hoher Verschuldungsgrad positive Anreizstrukturen für die Unternehmensführung darstellen. Durch die Analyse der Wertentwicklung nach dem IPO sowie der Veränderungen in der operativen Performance kann einerseits ermittelt werden, wie nachhaltig die durch Buyout-Gesellschaften implementierten Änderungen in den betroffenen Unternehmen sind. Andererseits kann analysiert werden, bis zu welchem Ausmaß die Reduktion der Verschuldung sowie die Streuung der Eigenkapitalanteile zu einem Performancerückgang nach dem IPO führen. Der Vergleich mit Unternehmen derselben Industrie erlaubt dabei Rückschlüsse darauf, inwieweit eine auch nach dem Börsengang relativ höhere Verschuldung und Konzentration des Anteilsbesitzes eine Outperformance in der Börsen- und operativen Entwicklung bedingen.

Neben der Untersuchung der Performance von LBO-backed IPOs relativ zu verschiedenen Benchmarks und der Sensitivität gegenüber Änderungen in der Anreiz- und Governancestruktur ist auch der Vergleich der dabei ermittelten Ergebnisse mit bestehenden empirischen Studien zur Performance „normaler“ IPOs (d.h. ohne Beteiligung von Finanzinvestoren) Gegenstand der Analyse. So heben Jain und Kini (1994) die unterschiedlichen Charakteristika von LBO-backed IPOs im Vergleich zu „normalen“ IPOs hervor und begründen damit die Notwendigkeit einer separaten Auswertung dieser. Im Interesse der akademischen Literatur wie auch von Investoren ist es daher ein weiteres Ziel dieser Arbeit festzustellen, ob sich LBO-backed IPOs von den typischen Verhaltensmustern anderer IPOs unterscheiden.

Im Fokus der empirischen Analyse im Rahmen dieser Arbeit steht somit auf der einen Seite die Bewertung von LBO-backed IPOs durch den Kapitalmarkt in Form der kurz- und langfristigen Kursentwicklung. Auf der anderen Seite wird auch die operative Performance in Form einer diskreten wie dynamischen Analyse verschiedener Erfolgskennzahlen analysiert. Aufgrund der besseren Datenverfügbarkeit sowie Tiefe des Kapitalmarktes werden dabei ausschließlich

Transaktionen am US-Kapitalmarkt untersucht, d.h. es werden nur diejenigen Börsengänge von LBOs betrachtet, die an einer US-Börse erfolgten. Eine Verallgemeinerung der beobachteten Verhaltensmuster auf andere Regionen bzw. Kapitalmärkte kann aufgrund unterschiedlicher Rahmenbedingungen an den Finanzmärkten und Entwicklungsstände des Buyout-Marktes nur bedingt gezogen werden.

Eine weitere Abgrenzung liegt in der ausschließlichen Fokussierung auf IPOs von Buyouts. Die Börsengänge anderer Unternehmen, beispielsweise unter Beteiligung von Venture-Capital-Gesellschaften (VC-Gesellschaften)⁴ oder auch ganz ohne Finanzinvestor, sind bereits Gegenstand zahlreicher theoretischer wie empirischer Studien und die beobachteten Performancemuster und Erfolgsfaktoren in der akademischen Literatur breit dokumentiert. Da sich LBOs sowohl in ihrer Kapital- als auch Eigentumsstruktur von anderen Unternehmen unterscheiden und teilweise zu einem früheren Zeitpunkt bereits börsennotiert waren, grenzen sie sich in vielerlei Hinsicht von anderen IPOs ab, so dass auch hier keine Verallgemeinerungen durchgeführt werden sollten.

Wie bereits eingangs geschildert, ist es eine wesentliche Zielsetzung dieser Arbeit, Aussagen über die Nachhaltigkeit der von Buyout-Gesellschaften implementierten Änderungen in einem Unternehmen und dessen langfristiger Wert- und operativer Entwicklung zu generieren. Durch die Fokussierung auf jene LBOs, die an die Börse gehen, wird aber nur ein bestimmter Ausschnitt aus dem Buyout-Universum betrachtet. Neben der damit verbundenen Einschränkung in Form eines eventuellen Selection Bias (möglicherweise führen nur die besonders erfolgreichen Unternehmen einen IPO durch; vgl. hierzu auch die Ausführungen in Kapitel 4.2.3 zu Nachteilen und Verzerrungen der Sampleauswahl) bedeutet dies auch, dass die erzielten Ergebnisse nicht oder nur bedingt für LBOs im Allgemeinen gelten und diejenigen Portfoliounternehmen, die über einen anderweitigen Exitkanal durch den Finanzinvestor veräußert werden, andere Charakteristika aufweisen können.

Da der Fokus der empirischen Untersuchung die Performance von LBOs nach deren Börsengang umfasst, ist sie zudem von inhaltlich verwandten Studien abzugrenzen, die sich mit der Performance von LBO-Fonds oder deren

4 Venture Capital (VC) ist eine Subform von PE und umfasst die Eigenkapitalbeteiligung innerhalb der Gründungs- (Seed), Start-up- oder Wachstumsphase eines Unternehmens (vgl. auch Ausführungen in Kapitel 2.1). Die Performance der Börsengänge von Unternehmen unter Beteiligung von VC-Investoren (VC-backed IPOs) ist in den USA wie auch in Europa bereits Gegenstand zahlreicher empirischer Untersuchungen und in der akademischen Literatur auch hinreichend dokumentiert, vgl. Jain und Kini (1995), Brav und Gompers (1997), Gompers und Lerner (1999), Jain und Kini (2000), Rindermann (2003).

Portfoliounternehmen während dem Buyout befassen. Die Frage der relativen Performance von PE-Investmentvehikeln bzw. -fonds – d.h. die Wertentwicklung im Vergleich zu Investments am Aktienmarkt – ist Gegenstand einer stark wachsenden Anzahl akademischer Untersuchungen, die jedoch noch nicht abschließend beantwortet ist. Verschiedene empirische Untersuchungen kommen zu zum Teil widersprüchlichen Ergebnissen: Manche Studien ermitteln eine Outperformance gegenüber vergleichbaren Investments an den Aktienmärkten, andere Analysen jedoch zeigen, dass sich LBO-Investments historisch insgesamt schlechter als die Benchmark in Form einer Aktienanlage entwickelt haben; lediglich die besten Fonds konnten demnach die Kapitalmarktrendite beständig übertreffen. Dieses auch als PE-Performance-Puzzle bezeichnete Problem ist im Rahmen dieser Arbeit jedoch bewusst ausgeklammert (vgl. ausführlich in Gompers und Lerner (2000), Gottschalg et al. (2003), Ljungqvist und Richardson (2003), Kaplan und Schoar (2005), Gottschalg und Zipser (2006), Gottschalg (2007), Gottschalg und Phalippou (2007), Lerner et al. (2007)). Ebenso wird die in diesem Kontext auftretende doppelte Prinzipal-Agenten-Beziehung zwischen LBO-Fondsinvestoren und dem Management dieser Fonds bzw. der LBO-Gesellschaft und deren Vertretern nicht behandelt, auch wenn die Agency-Theorie ein wesentlicher Baustein des theoretischen Fundamentes zur Ableitung grundlegender Arbeitshypothesen der empirischen Untersuchung darstellt.

1.3 Wertbeitrag der Arbeit

Das beschriebene Interesse an den Börsengängen von LBOs sowohl aus praktischer als auch akademischer Sicht, kombiniert mit einer Reihe von größtenteils negativen Stereotypen über den Kauf und anschließenden IPO von Unternehmen durch Finanzinvestoren, verdeutlicht die Attraktivität der systematischen Untersuchung ihrer Performance. Umso erstaunlicher ist es, dass LBO-backed IPOs in der akademischen Literatur bisher nur eine geringe Aufmerksamkeit erhalten haben – insbesondere wenn man berücksichtigt, dass sowohl Börsengänge im Allgemeinen als auch von Unternehmen mit Beteiligung von VC-Investoren bereits in einer Vielzahl theoretischer wie empirischer Studien untersucht wurden. Die Analyse der Entwicklung von LBO-backed IPOs liefert somit einen wertvollen Beitrag, um die Entwicklung dieser speziellen Form von Börsengängen und die dafür relevanten Treiber besser zu verstehen. Aus Sicht der akademischen Literatur besteht der Wertbeitrag dieser Arbeit dabei im Wesentlichen aus drei Aspekten.

Erstens wird die bereits existierende Literatur zu Börsengängen von LBOs aufgegriffen, darin beschriebene Zusammenhänge geprüft und um verschiedene Aspekte erweitert. Die Performance von Buyouts wurde bereits in verschiedenen

empirischen Arbeiten untersucht. Der Fokus hierbei lag jedoch vornehmlich auf den 80er Jahren, in denen – begleitet von einem starken Kursanstieg an den US-Börsen – der Buyout-Markt in den USA einen ersten großen Boom erlebte und zahlreiche Unternehmen von Finanzinvestoren wieder an die Börse gebracht wurden.⁵ Erst in den letzten Jahren wurde in vereinzelt Untersuchungen die Entwicklung von Buyouts nach deren (erneutem) Börsengang auf der Basis neuerer Datensätze wieder aufgegriffen (vgl. von Drathen und Faleiro (2007), Schöber (2008), Cao und Lerner (2009)). Diese Studien widmen sich jedoch ausschließlich der Aktienkursperformance der betrachteten Unternehmen. Im Rahmen dieser Arbeit, die 252 LBO-backed IPOs zwischen 1995 und 2004 untersucht, werden dagegen sowohl die kurz- und langfristige Kursentwicklung als auch die operative Performance in den drei Jahren nach dem Börsengang analysiert. Insbesondere die operative Entwicklung wurde in neueren empirischen Studien noch nicht betrachtet. Die mangelnde Untersuchung von LBO-backed IPOs seit den 80er Jahren ist dabei umso erstaunlicher, als dass sich der Buyout-Markt seitdem grundlegend verändert hat – sowohl im Hinblick auf die Größe der Transaktionen und dem in LBO-Fonds investierten Kapital, als auch dem wachsenden Wettbewerb in der Branche (Cao und Lerner (2009)). Somit kann auch untersucht werden, inwieweit in vorherigen Arbeiten festgestellte Muster und Zusammenhänge weiterhin Bestand haben.

Zweitens wird das Untersuchungsfeld im Vergleich zu bisherigen akademischen Studien im Rahmen dieser Arbeit um weitere Transaktionstypen erweitert. Ein überwiegender Großteil der existierenden theoretischen wie empirischen Literatur widmet sich ausschließlich einem bestimmten Typ Börsengänge von Buyouts, den so genannten Reverse LBOs (RLBOs). Hierbei handelt es sich um IPOs von LBOs, die vor der Übernahme durch den oder die Finanzinvestor(en) bereits börsennotiert waren bzw. zu einer börsennotierten Gesellschaft gehörten und bei denen diese Transaktion durch den späteren Börsengang wieder umgekehrt wird. Die hier vorgenommene Untersuchung beschränkt sich jedoch nicht auf RLBOs, sondern betrachtet, basierend auf einem neuen Ansatz von Schöber (2008), auch die Börsengänge anderer Formen von LBOs: nämlich die von Buyouts privater Unternehmen bzw. deren Tochtergesellschaften sowie von Akquisitionsvehikeln, die als Non-Reverse LBOs (NLBOs) bezeichnet werden. Während Schöber (2008) jedoch ausschließlich deren Aktienkursentwicklung analysiert, werden hier sowohl die Wertentwicklung als auch die operative Performance dieser beiden Typen von LBO-backed IPOs betrachtet und miteinander verglichen. Hieraus lassen sich interessante Rückschlüsse auf die Nach-

5 Die Entwicklung und Zyklizität des Buyout-Marktes wird in Kapitel 2 ausführlich beschrieben, die Schilderung der bestehenden Literatur zur Performance von LBO-backed IPOs ist Gegenstand von Kapitel 3.

haltigkeit der Engagements von Buyout-Gesellschaften im Allgemeinen – und nicht nur mit dem Fokus auf eine bestimmte Gruppe von Buyouts – treffen. Nach Kenntnis des Autors ist dies die erste Arbeit, die in dieser Ausführlichkeit sowohl die Kurs- als auch die operative Performance analysiert und darüber hinaus die erste empirische Studie, die den erweiterten Begriff der LBO-backed IPOs im Kontext der operativen Performance untersucht.

Drittens werden für die empirische Untersuchung alternative Methoden zur Performancemessung angewandt, was insbesondere für die Bestimmung der langfristigen abnormalen Rendite von Relevanz ist. In der Literatur existieren eine Vielzahl alternativer statistischer Methoden zur Berechnung der abnormalen Rendite sowie zur Auswahl der geeigneten Benchmark – ohne dass hierbei Einigkeit über die eindeutig richtige Vorgehensweise besteht (Fama (1998) spricht in diesem Zusammenhang auch vom so genannten Bad-Model-Problem). Da die Auswahl der Messmethode somit von entscheidender Relevanz für die erzielten Ergebnisse ist, werden für die empirische Analyse alternative Ansätze zur Bestimmung der abnormalen Rendite angewandt. Zudem wird die abnormale Rendite relativ zu verschiedenen Benchmarks – marktweite US-Börsenindizes sowie alternative Kontrollfirmen auf der Basis verschiedener Charakteristika der betrachteten Unternehmen – bestimmt. Die durchgeführten Analysen erlauben neben der Interpretation der erzielten Ergebnisse auch den Vergleich der verwendeten Ansätze untereinander sowie gegenüber bereits existierenden Studien zur Performance der IPOs von Buyouts, die ähnliche Ansätze verwendet haben. Gegenüber früheren empirischen Studien, die oft eine relativ geringe Anzahl an Transaktionen untersuchten, ermöglicht die hier durchgeführte Untersuchung zudem, ein besseres Verständnis über die Werttreiber der Performance von LBO-backed IPOs zu entwickeln und für Investoren robuste Aussagen darüber abzuleiten, welches die wesentlichen Erfolgsmerkmale dieser speziellen IPO-Kategorie sind.

1.4 Vorgehensweise und wesentliche Ergebnisse

Die Arbeit ist wie folgt aufgebaut:

Kapitel 1 erläutert die praktische wie akademische Relevanz und Motivation der empirischen Analyse und gibt eine allgemeine Einführung in die zu untersuchende Fragestellung.

Kapitel 2 gibt einen umfassenden Einblick in die Buyout-Industrie. Neben einer Erläuterung des LBO-Begriffes sowie Einordnung in das PE-Spektrum wird insbesondere die historische Entwicklung und Institutionalisierung des Buyout-Marktes seit den 70er Jahren beschrieben. Der Fokus liegt hierbei auf dem starken Anstieg seit dem Ende der 90er Jahre bis zum Beginn der Finanzmarktkrise in 2007. Das Kapitel schafft somit ein besseres Verständnis für die

betrachtete Industrie – insbesondere für mit dieser nicht so vertraute Personen – und ist als eine Hinführung an das Thema der anschließenden theoretischen und empirischen Diskussion zu verstehen.

In *Kapitel 3* wird die für diese Arbeit relevante akademische Literatur detailliert beschrieben. Zunächst werden die von Buyout-Investoren eingesetzten direkten und indirekten Treiber zur Wertsteigerung der von ihnen übernommenen Unternehmen diskutiert. Dabei sind die indirekten Werttreiber von besonderem Interesse, da diese zu einer Reduktion von Agency-Kosten führen und bei der späteren Ableitung der Arbeitshypothesen für die empirische Analyse von Bedeutung sind. Beim anschließenden Überblick über die relevante IPO-Literatur wird neben der Vorstellung der bisherigen Ergebnisse zur kurz- und langfristigen Performance von Börsengängen ein besonderer Fokus auf die dabei angewandten statistischen Verfahren gelegt. Die Diskussion zeigt, dass je nach Wahl von Messmethode und Benchmark deutlich divergierende Ergebnisse erzielt werden und in der Literatur keine konkludente Meinung über das zweifelsfrei zu wählende Verfahren herrscht. Auch wenn die empirische Analyse der Performance von LBO-backed IPOs – und nicht die Diskussion der Vor- und Nachteile unterschiedlicher statistischer Verfahren – im Vordergrund der Arbeit steht, so ist das Verständnis der mit diesen verbundenen Prämissen von unmittelbarer Relevanz für die Interpretation der später abgeleiteten Ergebnisse. Abschließend werden die bisher in der Literatur existierenden Studien zur Kurs- und operativen Performance der Börsengänge von LBOs geschildert und mit den vorher diskutierten Ergebnissen „normaler“ IPOs verglichen. Dabei werden auch die noch offenen oder noch nicht hinreichend beantworteten Fragestellungen zur Performance von LBO-backed IPOs deutlich. Die Literaturdiskussion in Kapitel 3 bietet somit die Vorlage für den nachfolgenden Einstieg in die empirische Untersuchung.

Kapitel 4 beschreibt den Untersuchungsaufbau der empirischen Analyse. Dafür wird zunächst – basierend auf den in Kapitel 3 beschriebenen Werttreibern von LBOs sowie den Erkenntnissen bisheriger IPO-Performancestudien – das theoretische Fundament der Untersuchung definiert und daraus die Arbeitshypothesen zur Wert- und operativen Entwicklung von LBO-backed IPOs abgeleitet. Dabei werden insbesondere Unterschiede zwischen RLBOs und NLBOs aufgrund von Informationsasymmetrien sowie potenzielle Entwicklungsdifferenzen zwischen anderen Subsamples herausgearbeitet. Darüber hinaus werden die Auswahl des hier analysierten Datensamples sowie dessen Eigenschaften und Einschränkungen beschrieben. Basierend auf den Erkenntnissen der Methodendiskussion in Kapitel 3 werden abschließend die im Rahmen der empirischen Analyse angewandten Ansätze zur Bestimmung der abnormalen Rendite sowie operativen Performance erläutert. Auch auf die verwendeten Test-Statistiken zur Prüfung der Robustheit der erzielten Ergebnisse wird in diesem Zusammenhang kurz eingegangen.

Kapitel 5 diskutiert die Ergebnisse der empirischen Analyse. LBO-backed IPOs erzielen am ersten Handelstag ein signifikantes Underpricing, welches jedoch deutlich geringer als in anderen empirischen Underpricing-Studien für VC-backed IPOs oder für Unternehmen ohne Beteiligung von Finanzinvestoren ausfällt. Mit Hinblick auf die langfristige Kursentwicklung kann unter Berücksichtigung alternativer Benchmarking-Ansätze für das gesamte Sample über die drei Jahre nach dem IPO keine durchgehend signifikante Underperformance beobachtet werden. Allerdings weisen NLBOs eine signifikant negative abnormale Rendite auf, die auch signifikant schlechter ist als die leichte Outperformance der RLBOs im Sample. Wesentliche Treiber der langfristigen Kursperformance von LBO-backed IPOs sind die Dauer der LBO-Phase sowie ein mögliches Delisting der Unternehmen in den drei Jahren nach dem Börsengang, meistens infolge einer Übernahme. Überraschenderweise haben dagegen der Eigenkapitalanteil der LBO-Fonds und die Verschuldung bzw. die Veränderung dieser beiden Faktoren keinen signifikanten Einfluss auf die langfristige Kursperformance. Die Ergebnisse unterstreichen zudem die Vorteilhaftigkeit einer zweistufigen Exitstrategie für den LBO-Fonds zur Steigerung seiner Rendite. Der IPO als erster Schritt einer solchen Strategie erlaubt dem Finanzinvestor dabei, durch die Börse einen Zugang zu einem Absatzkanal für seine Eigenkapitalanteile zu erschließen („first stage“). Die signifikante Outperformance des Delisting-Subsample infolge einer Übernahme binnen der ersten drei Jahre nach dem Börsengang („second stage“) bestätigt dabei die Attraktivität dieser Strategie. Zudem ermöglicht dies der LBO-Gesellschaft, durch den Verkauf einer ersten Tranche ihrer Anteile als Bestandteil des Emissionsvolumens einen Teil des gebundenen Kapitals zu liquidieren, an die Fondsinvestoren auszuschütten und diesen somit eine Mindestrendite zu garantieren.

Mit Hinblick auf die langfristige operative Entwicklung erzielen LBO-backed IPOs vom Pre-IPO-Jahr bis zum dritten Jahr nach dem Börsengang eine durchgehend signifikante Outperformance. Den Peak ihrer operativen Performance erreichen sie dabei – abhängig von der betrachteten Performancekennzahl – in Form eines Leistungsplateaus im IPO-Jahr bzw. im darauf folgenden Jahr. Erst im dritten Jahr nach dem Börsengang zeigt sich ein signifikanter Performancerückgang gegenüber dem IPO-Jahr. Akquisitionsvehikel erzielen eine signifikant schlechtere operative Performance sowohl als der Rest der betrachteten Sample-Unternehmen als auch die Benchmark-Unternehmen aus derselben Industrie. Diese operative Underperformance als Ausdruck eines mangelnden Erfolges der Buy-and-Build-Strategie der LBO-Fonds spiegelt sich dabei auch in einer signifikanten Underperformance in der Kursentwicklung wider. Wesentliche Treiber der langfristigen operativen Performance von LBO-backed IPOs sind die Dauer der LBO-Phase sowie die Unternehmensverschuldung. Überraschenderweise haben der Post-IPO-Eigenkapitalanteil der LBO-Fonds bzw. die Veränderung des Anteils durch den IPO keinen signifikanten Einfluss auf

die anschließende operative Performance. Dagegen zeigt die Analyse, dass die Höhe der Post-IPO-Verschuldung einen signifikant positiven und die Veränderung der Verschuldung durch den IPO einen signifikant negativen Einfluss auf die anschließende operative Performance haben. Insgesamt unterstreichen die Ergebnisse somit, dass die Kapitalstruktur ein relevantes Instrument zur nachhaltigen Steigerung des Unternehmenserfolgs sein kann. Die signifikant schlechtere operative Performance von Akquisitionsvehikeln als spezielle Subform von NLBOs kann zudem als ein Indiz für eine schlechte bzw. unvollkommene Umsetzung der dahinter stehenden Buy-and-Build-Strategie der Finanzinvestoren interpretiert werden. Die signifikante langfristige Underperformance in der Kursentwicklung der Akquisitionsvehikel deutet darauf hin, dass der Markt die negative Unternehmensentwicklung nicht frühzeitig antizipiert. Zum Abschluss des Kapitels wird erörtert, inwieweit die empirischen Ergebnisse die zu prüfenden Arbeitshypothesen bestätigen oder widerlegen.

Kapitel 6 fasst die wesentlichen Aussagen der empirischen Analyse nochmals kurz zusammen. Die Ergebnisse werden dabei vor dem Hintergrund der eingangs diskutierten Stereotypen über LBOs und die Frage der Nachhaltigkeit der erzielten Wertsteigerungen aus einer akademischen sowie einer praktischen Perspektive kritisch beurteilt. Neben einer abschließenden Betrachtung der gewonnenen Erkenntnisse aus dieser Arbeit wird auch ein Ausblick auf zukünftige Untersuchungen zu dem hier betrachteten Themengebiet auf der Basis noch existierender Forschungslücken gegeben.