

Universität Hohenheim  
Fakultät Wirtschafts- und Sozialwissenschaften  
Institut für Betriebswirtschaftslehre  
Lehrstuhl für Bankwirtschaft und Finanzdienstleistungen  
Prof. Dr. Hans-Peter Burghof

# Solutions for Corporate Restructuring: Buyouts and Vulture Investments

Seminararbeit  
zum Seminar “Corporate Restructuring”  
im Sommersemester 2010

**Inhaltsverzeichnis**

1 Einleitung	3
2 Empirische Analyse der Folgen und Wirkungen von buyouts:	4
2.1 auf die Performance des Unternehmens	4
2.2 auf Beschäftigung und Steuereinnahmen	7
2.3 auf die Entwicklung nach dem buyout	9
3 Kapitalstruktur und Anreizstruktur im buyout	10
3.1 Signalling Modell	10
3.2 Prinzipal-Agenten-Konflikt	14
4 Zusammenfassung	16
Quellenverzeichnis	19

## 1 Einleitung

Die in der Öffentlichkeit vorherrschende Meinung über *private equity* als solches, aber auch gegenüber *vulture investments* kann nicht als besonders positiv betrachtet werden. Zu viele negative Schlagzeilen über Finanzinvestoren, die ihre Zielunternehmen ausbeuten, aber auch die in der deutschen Politik beliebte Meinungsmache gegen *private equity* (zum Beispiel die Bezeichnung von Investoren als Heuschrecken) machen es der Branche nicht leicht, ein gutes Image zu erlangen. Des Weiteren gibt es natürlich immer wieder auch *vulture investors*, die ihrem Namen alle Ehre machen, also tatsächlich Unternehmen ausbeuten und nur auf das „schnelle Geld“ aus sind. Ob dies jedoch allgemein der Fall ist und ob *buyouts* als eine Form des *private equity* wirklich so schlecht sind wie ihr Ruf, soll in dieser Seminararbeit untersucht werden.

*buyouts* und *vulture investments* als Lösungen für die Unternehmensrestrukturierung stellen eine zunehmend bedeutsame Finanzierungs- und Beteiligungsform da. *Vulture investments*, bei denen es insbesondere um die Restrukturierung von notleidenden Unternehmen geht, beispielsweise durch Kauf der Schulden und Veränderung der Finanzstruktur, sollen in diesem Zusammenhang nicht weiter betrachtet werden. Der Schwerpunkt dieser Arbeit soll auf der Betrachtung von *buyouts*, also dem Kauf beziehungsweise der außerbörslichen Beteiligung an reifen Unternehmen oder Unternehmensteilen durch Finanzinvestoren liegen (Zipser 2008, S. 1). Hierbei wird allerdings nicht nur der *buyout*, also der Kauf an sich, sondern das *buyout investment* mit Schwerpunkt auf der *post investment*- und abschließend der *post exit*-Phase analysiert. Denn in der Haltephase vom *buyout* bis zum *exit* kann aktiv Einfluss auf das Zielunternehmen genommen werden, was letztendlich entscheidend für den Erfolg eines *buyout investment* (im Folgenden nur *buyout*) ist.

*Buyouts* machen den Großteil des Transaktionsvolumens aller *private equity*-Finanzierungen in Deutschland aus (Brettel u.a. 2008, S. 12 f.) und sind von anderen *private equity*-Formen wie zum Beispiel *venture capital*, *mezzanine* oder *turnaround* zu unterscheiden. Die wichtigsten Formen von *buyout*-Transaktionen sind der *management buyout (MBO)*, der *management buyin (MBI)* und der *leveraged buyout (LBO)*, wobei ersterer und letzterer in der Literatur oft synonym verwendet werden und auch in dieser Arbeit nicht grundlegend unterschieden werden, da oftmals die eine mit der anderen Form zusammenhängt. So wird ein *MBO* oft auch mit einem *LBO* verknüpft, da es meist nicht möglich ist, einen Kauf nur mit dem eigenen Kapital des Managements zu tätigen. Die Entscheidung, sich dem Thema *buyouts* zu widmen, rührt daher, dass dieses Thema bzw. der Bereich *private equity* in den letzten Jahren in den Medien sehr präsent war und auch in der jetzigen Wirtschaftssituation mit hohen Insolvenzra-

ten und erforderlichen Restrukturierungen sehr aktuell ist. Mein Interesse richtet sich insbesondere auf die Entwicklung von Unternehmen nach einem *buyout* und vor allem auch auf die Art und Weise, wie diese Entwicklung in einem *buyout* gestaltet wird. So bildet Kapitel 2 eine empirische Analyse der Folgen und Wirkungen von *buyouts* auf die Performance des Unternehmens. Es betrachtet die Auswirkungen auf Beschäftigung und Steueraufkommen und letztlich abschließend noch kurz die langfristige Entwicklung der Zielunternehmen nach dem *exit*.

Kapitel 3 analysiert die Veränderungen und Mechanismen, die dazu führen, dass sich *buyout*-Unternehmen anders entwickeln als Vergleichsunternehmen und *buyouts* im Durchschnitt eine erfolgreiche Form der Unternehmensrestrukturierung darstellen. Dies soll mittels des *signalling*-Modells, welches die Kapitalstruktur behandelt, als auch anhand der Prinzipal-Agenten-Theorie, bei der es um die Anreizstruktur geht, gezeigt werden. In Kapitel 4 wird die Arbeit zusammengefasst und ein Fazit darüber gezogen, ob *buyouts* als Lösung für Restrukturierungsprobleme dienen.

## **2 Empirische Analyse der Folgen und Wirkungen von buyouts**

### **2.1 Auf die Performance des Unternehmens**

Um die Folgen und Wirkungen von *buyouts* zu analysieren, erweist sich der Blick auf die Performance beziehungsweise den finanziellen Erfolg des *buyout* als wichtigster und deshalb erster Punkt. Scott B. Smart und Joel Waldfogel (1994) untersuchen in ihrem Paper den Effekt von Restrukturierungsmaßnahmen auf die Unternehmensperformance im Falle von *MBO*. Hierbei stellen sie fest, dass es grundsätzlich schwierig ist, die Performance von *MBO* zu messen, da man hierbei insbesondere keine direkte exakte Benchmark hat, mit der man die Performance nach einem *MBO* vergleichen kann. So ist es nicht einfach möglich, externe Schocks und veränderte Erwartungen bezüglich der Entwicklung eines Unternehmens zu berücksichtigen (Smart/Waldfogel 1994, S. 503). Des Weiteren, so Smart und Waldfogel, ist der einfache Vergleich der Performance vor und nach einem *buyout* ungeeignet, da er die Restrukturierungswirkungen überschätzt. Dies ist dann der Fall, wenn übernommene Firmen zuvor eine besonders niedrige Performance aufweisen und dort eine Restrukturierung und eine damit einhergehende Verbesserung der Performance deshalb wahrscheinlich leichter durchzuführen ist. Hinzu kommen noch mögliche Überschätzungen der Performance, wenn in Untersuchungen nicht die wirtschaftlichen Entwicklungen und Rahmenbedingungen im gleichen Industriezweig beziehungsweise bei der Konkurrenz betrachtet und verglichen werden. So

können beispielsweise gute Performance-Kennzahlen möglicherweise auch nur aus einer insgesamt positiven Wirtschaftsentwicklung herrühren, für die das Zielunternehmen nicht verantwortlich ist.

Zwar verweisen Smart/Waldfoegel in ihrem Paper auf die zum Teil vorhandenen Defizite in anderen wissenschaftlichen Untersuchungen der Performance, kommen jedoch zu ähnlichen Schlüssen wie ebendiese anderen Untersuchungen, unter anderem von Kaplan oder Lichtenberg (1989). In ihrer besten Abschätzung kommen Smart/Waldfoegel (1994, S. 511) zum Ergebnis, dass es große positive Zuwächse im Verhältnis vom Betriebsergebnis zum Umsatz gibt. Diese Performance-Maße verbessern sich zwischen dem letzten Jahr vor und dem ersten Jahr nach dem *buyout* um 6,8%. Noch stärker ist die Verbesserung im zweiten Jahr nach dem *buyout*, in dem sich der Wert zwischen 11,55% und 21,4% bewegt. Smart und Waldfoegel kommen zu dem Ergebnis, dass sich die operative Performance durch *management buyouts* im Durchschnitt verbessert. Allerdings sind diese Zahlen differenziert zu betrachten, da sie nichts über Einzelfälle aussagen. Ähnlich wie Smart und Waldfoegel kommen in den 1980-er Jahren einige weitere Forschungsarbeiten zu der Erkenntnis, dass sich üblicher Weise substantielle Verbesserungen in der Profitabilität und im *cash flow* im Zeitraum von einem Jahr vor bis zu drei Jahren nach dem *buyout* ergeben (Wright et al. 2009, S. 6). Hierbei sei insbesondere auf die Erkenntnisse von Kaplan verwiesen, der zu ähnlichen Beobachtungen wie Smart und Waldfoegel kommt. Bei seiner Untersuchung von 48 *MBO* von 1980 bis 1986 kommt es zu einem Anstieg im operativen Einkommen und Netto-*cash flow* sowie zu Minderungen bei den Kapitalaufwendungen. Zwar ist das operative Einkommen in den beiden ersten Jahren nach dem *buyout* grundlegend unverändert, allerdings im dritten Jahr um 24% angestiegen (Kaplan 1989, S. 250). Ebenso sind Änderungen beim Verhältnis des Betriebsgewinns zum Anlagevermögen als auch zum Umsatz in den ersten drei Jahren nach den *buyouts* um annähernd 20% höher als im Industrievergleich. Ähnlich wie bei den dargestellten Veränderungen, die Smart und Waldfoegel aufgrund ihrer Analyse der Daten von Compustat und Kaplan erhielten, kam es auch bei europäischen *buyouts* zu signifikanten Verbesserungen der Performance-Kennzahlen und der Effizienz, wenn auch in unterschiedlicher Ausprägung und Dauer (Wright et al. 2009, S. 6 f.).

Einen anderen Ansatz, um die Performance zu messen, wählen Lichtenberg und Siegel (1990). Bei ihnen wird die Performance mittels der totalen Faktorproduktivität (TFP) gemessen. Dies geschieht auf einer niedrigeren Aggregationsstufe, nämlich auf Ebene von „Betriebseinheiten“, da die meisten *buyouts* nicht ganze Firmen enthalten, sondern meist nur Teile übernommen werden, so ihre Argumentation (Lichtenberg/Siegel 1990, S. 165 f.). Aber

auch sie kommen zu dem Ergebnis, dass sich die TFP nach *buyouts* signifikant verbessert, zumindest in den ersten drei Jahren nach dem *buyout*. Danach tritt allerdings keine signifikante Veränderung im Vergleich zu Unternehmen mehr ein, in denen keine Veränderung der Eigentümerstruktur stattfindet (Lichtenberg/Siegel 1990, S. 193). Hierzu passt auch die Feststellung von Wright et al. (2009, S. 7), dass die Performance-Verbesserung aufgrund der Maßnahmenänderung der neuen Eigentümer (Rationalisierung) stattfindet. Die Rationalisierung und das Outsourcing können nach einer gewissen Zeit an ihre Grenzen stoßen, so dass nach einigen Jahren keine besonderen Performance-Verbesserungen mehr möglich erscheinen. Eine weitere Änderung, die sich bei *buyouts* in der Regel einstellt und positiv auf die Performance auswirkt, ist ein geänderter Geschäftszyklus. Dieser umfasst die Zahl der Tage, die im Durchschnitt zwischen der Auszahlung an Lieferanten und der Einzahlung von Kunden liegt und im Zeitraum von einem Jahr vor und nach dem *buyout* im Mittel um eine Woche zurückging (10%-Signifikanzniveau; Smith 1990, S. 153). Dies verbessert die Liquidität der Unternehmen deutlich.

Eine andere Maßnahme, die in *buyouts* dazu beiträgt, die Performance zu verbessern, sind strikte Kostensenkungen. Muscarella und Vetsuypens (1990, S. 1412) stellen in ihrer Studie über Unternehmen, die *buyouts* rückgängig gemacht haben, also wieder zu Aktiengesellschaften wurden, fest, dass die Veränderung der Performance hauptsächlich darauf zurückzuführen ist, dass diese Unternehmen fähig waren, ihre Kosten zu senken. Dies war möglich, da die Manager nach dem *buyout* zu einem großen Anteil am Eigenkapital beteiligt waren und dies in Verbindung mit einem Anreizplan dazu führt, dass das Ziel der Kostensenkung auch den Eigeninteressen der Beteiligten dient.

Auf mögliche Veränderungen, die ein *buyout* in der Unternehmensrestrukturierung mit sich bringt und die dafür verantwortlich sind, dass sich die Performance der Unternehmen so entwickelt wie oben geschildert, geht Kapitel 3 ein. Bei den Ausführungen über die Entwicklung der Performance von *buyout*-Unternehmen soll noch erwähnt sein, dass die Wahrscheinlichkeit dieser Unternehmen, zu scheitern und in Zwangsverwaltung gehen zu müssen, tendenziell höher ist. Dies ergibt sich aus dem einfachen Grund, dass die übernommenen Unternehmen beziehungsweise Unternehmensteile oftmals schon zuvor Schwierigkeiten hatten, mit der Performance der Konkurrenten mithalten. Hinzu kommt, dass durch die hohe Fremdfinanzierungslast zusätzlich die Wahrscheinlichkeit steigt, in die Zahlungsunfähigkeit zu geraten (Wright et al. 2009, S. 15); dies gilt vor allem in Krisenzeiten, in denen der *cash flow* nicht mehr ausreicht, um Zins- und Tilgungsdienst zu leisten. Insgesamt betrachtet jedoch führen *buyouts* mehrheitlich zu einer zumindest vorübergehend überdurchschnittlichen Performance

und dienen so der langfristigen Unternehmenssicherung, bieten sich aus dieser Sicht also als gute Lösung für Unternehmensrestrukturierungen an.

## 2.2 Auf Beschäftigung und Steuereinnahmen

Aus volkswirtschaftlicher und politischer Sicht ist bezüglich *buyouts* primär die Wirkung auf Beschäftigung und Steueraufkommen interessant. Dies bildet den zweiten Punkt in der Betrachtung der Folgen und Wirkungen von *buyouts*. Hierzu gibt es eine Reihe von Untersuchungen, unter anderem auch von Smith, der bei seiner Untersuchung von 58 *buyouts* zwischen 1977 und 1986 feststellt, dass der operative *cash flow* ein Jahr nach dem *buyout* pro Mitarbeiter um 3.718 \$ oder 42% ansteigt. Dieser Anstieg setzt sich im zweiten Jahr nach dem *buyout* allerdings nicht in signifikantem Ausmaß fort und ist mit der einmaligen Erhöhung nicht zu vergleichen. Der Anstieg des *cash flow* im ersten Jahr wird nicht durch eine hohe Anzahl von Entlassungen begleitet; die Beschäftigungswirkungen sind im Mittel insignifikant (Smith 1990, S. 150 f.). Nach Kaplan führen *buyouts* zu einem minimalen Anstieg der Beschäftigung von 0,9% beziehungsweise von 4,9%, wenn die Unternehmen nicht berücksichtigt werden, in denen nach dem *buyout* größere Desinvestitionen stattgefunden haben. Im Industrievergleich enthält seine Teilprobe insignifikant negative Veränderungen der Beschäftigtenzahl, wobei die Vorstellung von großen Beschäftigtenfreisetzungen nach *buyouts* somit als nicht bestätigt angesehen werden kann (Kaplan 1989, S. 219). Ähnliche Ergebnisse wie die Kaplans ergeben sich auch aus neueren Untersuchungen von *buyouts* zwischen 1999 und 2004 im Vereinigten Königreich. Hier ergibt sich bei *MBO* ein Wachstum der Beschäftigtenzahl in Höhe von 0,51 Prozentpunkten nach dem Wechsel der Eigentümerstruktur (Wright et al. 2009, S.8). Somit zeigt sich, dass sowohl in den USA als auch an anderer Stelle keine signifikanten Unterschiede in der Beschäftigung auftreten. Allerdings gilt es zu beachten, dass in den ersten Jahren nach dem *buyout* oftmals rationalisiert wird, wodurch die Beschäftigung sinken kann und diese Rationalisierung erst die Basis für existenzfähigere und neue Jobs in den späteren Folgejahren schafft (Wright et al. 2009, S. 8 f.). Des Weiteren haben Unternehmen, die per *buyout* übernommen werden, vorher meist eine geringere totale Faktorproduktivität im Vergleich zum Wettbewerb, so dass es nicht verwunderlich ist, wenn es zunächst zu Stellenstreichungen kommt, um das Unternehmen vor dem Scheitern zu bewahren und eine sichere Existenzbasis zu schaffen.

Studien der 1980-er Jahre, aber auch die Studie von Amess und Wright (2007) ergaben niedrigere Lohnzuwachsraten. Letztere ergab eine für *MBO* um 0,31 Prozentpunkte für *MBO* und für *MBI* sogar um 0,97 Prozentpunkte niedrigere Wachstumsrate bezogen auf die Kontroll-

gruppe. Letztlich kann daraus aber kein eindeutiger Schluss auf die Veränderungen gezogen werden, da nicht genügend Daten vorhanden sind und sich auch die teilweise nach *buyouts* vorhandene Mitarbeiterbeteiligung auf die Entlohnung auswirkt, was schwer in die Rechnung mit einzubeziehen ist (Wright et al. 2009, S. 9).

Da die Restrukturierung von Unternehmen auch öffentliche Anliegen betrifft (was auch ein Grund für die starke Medienpräsenz bei großen *buyout*- beziehungsweise *private equity*-Aktivitäten ist) sollen diese hier ein wenig näher erläutert werden. Zunächst einmal ist festzustellen, dass schuldeninduzierte Steuereinsparungen für die Organisatoren eines *buyouts* einen Anreiz dazu darstellen können, die Finanzierung mittels Verschuldung vorzunehmen. Verbindet man diese Steuerwirkungen mit dem *signalling*-Modell, kann dies als Bestätigung des Anreizes gesehen werden, den freien *cash flow* an Zinszahlungen zu binden (Arzac 1993, S. 23). Zu beachten ist allerdings, dass die zukünftigen Steuereinsparungen durch den *buyout* bereits im Übernahmepreis des Unternehmens als Prämie enthalten sind und somit nicht als Argument für die Durchführung eines *buyouts* gesehen werden können. Sie können nach Arzac nur als eine Art Beiprodukt eines *LBO* angesehen werden, der jedoch durch andere Faktoren begründet wird (Arzac 1993, S. 23). Auch wenn Steuerersparnisse also nicht den Hauptgrund für *buyouts* darstellen, beeinflussen solche Formen der Unternehmensrestrukturierungen die Steuereinnahmen, welche die öffentliche Hand von Unternehmen beziehungsweise ihren Anteilseignern erhält. Dies liegt daran, dass bei der Privatisierung meist das Eigen- durch Fremdkapital ersetzt und die Körperschaftssteuer somit ausgehöhlt wird, denn der *cash flow* wird anschließend für die Zinszahlungen verwendet. Jedoch kann es auch zu positiven Effekten auf die Steuereinnahmen kommen: Nämlich dann, wenn ein langfristig höherer *cash flow* die Steuerausfälle durch höhere Fremdfinanzierung übertrifft. Gerade deshalb ist es wichtig herauszufinden, ob höhere *cash flows* durch *buyouts* generiert werden (Smart/Waldfoegel 1994, S. 504). Ein entscheidender Faktor, der die Auswirkungen von *buyouts* auf die Steuereinnahmen bestimmt, sind Höhe der Steuersätze und Höhe des Zinssatzes für Fremdkapital, welche letztendlich ausmachen, wie viel das Unternehmen durch Zinsaufwendungen an Körperschaftssteuer spart.

Des Weiteren gilt zu beachten, dass die Fremdkapitalgeber ihre Zinseinnahmen versteuern müssen und dem Staat dann auf diesem Wege zumindest ein Teil der auf Unternehmensebene entgangenen Steuereinnahmen wieder zugutekommt (sofern es sich um Inländer handelt). Wenn die Steuerersparnis im Kaufpreis zumindest annähernd eingepreist ist, ist dieser außerdem höher, so dass die Verkäufer einen höheren zu versteuernden Erlös vereinnahmen, was

sich positiv auf die Steuereinnahmen auswirken sollte. Verbessert sich dann noch die Performance gegenüber der Konkurrenz, bei der kein *buyout* stattfindet, können sich die Steuereinnahmen insgesamt als höher erweisen. Allerdings gibt es hierzu keine umfassenden Untersuchungen, da die komplizierten Steuersysteme und verschiedenen Unternehmensstrukturen einen Vergleich sehr schwer und ungenau machen. Zum Schluss bleibt noch festzuhalten, dass *buyouts* von in Schwierigkeiten geratenen Unternehmen, die vor dem Konkurs bewahrt werden, im Normalfall höhere Steuereinnahmen generieren sollten, als wenn sie zahlungsunfähig geworden wären (Wright et al. 2009, S. 15 f.).

### **2.3 Auf die Entwicklung nach dem buyout**

Nach den aufgeführten positiven Wirkungen von *buyouts* ist nun noch abschließend die Frage zu klären, ob *buyouts* auch nachhaltig auf das Zielunternehmen wirken, nachdem die *buyout*-Struktur endet. Zunächst einmal wird dies (zumindest für einige Jahre direkt nach dem *buyout*) sicherlich noch der Fall sein, da sich die Organisatoren des *buyouts* mit einem hohen Firmenwert und Gewinn aus dem Investment verabschieden wollen und die umgesetzten Effizienzsteigerungen und Performance-Verbesserungen nicht schlagartig verschwinden.

Nach einem Börsengang bleibt die Performance im Median für eine Dauer von vier Jahren signifikant über der des Sektors, sinkt aber während dieser Zeit, was zu der Beobachtung passt, dass Agenten-Probleme nicht sofort, aber nach und nach wiederkehren (Wright et al. 2009, S.12). Eine nachhaltige Wirkung nach dem Rückzug aus dem *buyout* tritt also nicht ein, was unter anderem daran liegt, dass die bekannten Prinzipal-Agenten-Probleme wieder auftauchen. Einen zusätzlichen Anreiz, die bessere Performance nach dem Börsengang möglichst zu halten, würde auch die Möglichkeit des bevorteiligten Bezugsrechts von Aktien für das Management bieten, welches als eine Art Gehaltszuschuss und Motivation zu verstehen ist, die Arbeit besonders erfolgreich und effizient zu erledigen. Dies schafft im Stadium des *buyouts* den Anreiz, langfristige Wertsteigerungen zu generieren, die sich dann im zukünftigen Aktienkurs niederschlagen.

### **3.1 Signalling-Modell**

Bei der Betrachtung von *buyouts* aus bankbetriebswirtschaftlicher Sicht kommt der Wahl der Kapitalstruktur zur Finanzierung des *buyouts* seitens der Organisatoren eine besondere Be-

deutung zu. Die Kapitalstruktur ist ein entscheidender Faktor dafür, inwieweit eine Restrukturierung mittels *buyout* gelingt oder ob das Zielunternehmen in Konkurs geht.

In der Finanzierung von *leveraged buyouts* spielt, wie der Begriff schon sagt, die Fremdfinanzierung eine entscheidende Rolle, da durch sie der größte Teil der Unternehmensübernahme gestemmt wird. Dies geschieht hauptsächlich mittels Geldleihe gegen den zukünftigen *cash flow* des Zielunternehmens (Arzac 1993, S.16). Bei der Festlegung der Höhe des Fremdfinanzierungsanteils muss unter anderem bedacht werden, welche Signale das Ausmaß der Fremdfinanzierung an die Investoren sendet, die den *buyout* maßgeblich finanzieren.

Hierzu untersucht Arzac (1993) in seinem *signalling*-Modell die Rolle der Schuldenlast als Signal für den zukünftigen freien *cash flow* und zieht auch Rückschlüsse darauf, dass sich durch Finanzierung mittels Schulden und deren Tilgung aus zukünftigen freien *cash flows* die *agency costs* verringern.

Die Organisatoren eines *buyouts* werden im Modell von Arzac als *promoter* bezeichnet und setzen sich meist aus den *general partners (GP)* des *LBO* und dem Top-Management des Zielunternehmens zusammen. Die Investoren der „Außenseite“ werden als *limited partner (LP)* definiert, da sie keinen direkten Einfluss auf die Unternehmensleitung haben. Grundbedingung für die Organisation eines *LBO* ist laut Arzac, dass die *promoter* diesen nur durchführen, wenn ein erheblicher Gewinn durch die Transaktion zu erwarten ist, der dadurch generiert wird, dass der zukünftige freie *cash flow* höher ist als der Kaufpreis des Unternehmens. Um die Investoren zu überzeugen, dass sie ihren Anteil am zukünftigen *cash flow* erhalten beziehungsweise dass das Unternehmen einen solchen zunächst einmal abwirft, müssen die *promoter* ein glaubwürdiges Signal wie zum Beispiel Zinszahlungen für Fremdkapital senden, welche auch mit dem erwarteten *cash flow* zu generieren sind. In Verbindung mit der Tatsache (dem Signal), dass die *promoter* im Konkursfall Schaden erleiden, ergeben sich also zwei eindeutige Signale dafür, dass die Erwartungen und Ziele des *buyouts* auch erreichbar sind.

Der erste Betrachtungsgegenstand im *signalling*-Modell von Arzac ist der einfache Zustand, in dem alle *LBO*-Investoren die gleichen Erwartungen über die zukünftigen *cash flows* hegen (Arzac 1993, S. 17). Man unterstelle ein zweiperiodiges Modell, in dem die *promoter* zum Zeitpunkt [0] planen, eine Firma zum Preis  $K$  zu kaufen, wobei die zukünftigen freien zwischenzeitlichen *cash flows*  $c_1$  (zum Zeitpunkt [1]) und  $c_2$  (als letzter Cashflow durch Liquidation oder Börsengang zum Zeitpunkt [2]) erwartet werden. Investieren die *promoter* einen Betrag  $W < K$  und leihen sich den Rest zum Beispiel gegen den zukünftigen Firmen-*cash flow*, ergibt sich bei einem risikolosen Zinssatz  $r$  nach der Übernahme der Firmenwert  $V$  gemäß

$$V=c_1(1+r)^{-1} + c_2(1+r)^{-2} \quad (1)$$

Unter der Annahme eines positiven Barwerts des *buyouts* (also  $V-K > 0$ ), ist es erforderlich, dass die *promoter* fähig sind, einen höheren *cash flow* zu erreichen als andere mögliche Erwerber. Sonst wäre es anderen potentiellen Erwerbern möglich, in bilateralen Verhandlungen mit den Firmeneigentümern einen höheren Kaufpreis auszuhandeln und so den Zuschlag zu erhalten.

Im einfachen Modell von Arzac kann der *buyout* durch Darlehensaufnahme in Höhe eines Betrages  $D$  und den Verkauf eines Teiles  $(1-\alpha)$  des Eigenkapitals an andere Investoren finanziert werden, wobei  $\alpha$  von den *promotern* einbehalten wird. Eigenkapitalinvestoren zahlen den Barwert ihrer Beteiligung und die *Promoter* wählen  $D$  und  $\alpha$  so, dass sich der Barwert ihrer Beteiligung maximiert. Der Wert des Eigenkapitals ist:

$$S(D)=V-D \quad (2)$$

Die *promoter* maximieren  $\alpha S(D)$  unter der Budgetbedingung

$$W+ D+ (1-\alpha)S(D)=K \quad (3)$$

und  $\alpha \in [0,1]$ . Allerdings ist diese Lösung nicht eindeutig, da  $\alpha S(D)$  bei jedem zulässigen Paar von  $(\alpha, D)$  gleich hoch ist. Dies ergibt sich, wenn Gleichung (3) umgeschrieben wird zu

$$\alpha S(D)= V-K+W \quad (4)$$

Da die Gläubiger eine Rendite  $r$  erhalten, behalten die *promoter* den Barwert des *buyouts* für sich, welche Kapitalstruktur sie auch immer wählen mögen.

Anders als im vorhergehenden simplen Fall sei nun eine Informationsasymmetrie zwischen den der Gruppe der *promoter* und den Investoren angenommen (Arzac 1993, S. 18). Die Annahme oben, dass nur die Investoren die Möglichkeit zum Kauf des Unternehmens erhalten, die den höchsten *cash flow* erreichen, kann in diesem Fall als gelockert betrachtet werden. Denn hier erhalten *promoter* nur eine Finanzierung, wenn sie ein glaubwürdiges Signal senden, auch wenn andere Investoren (ohne Signal) einen höheren Wert als den Übernahmepreis generieren könnten (Arzac 1993, S. 17). Wenn die *promoter* die *cash flows*  $c_1$  und  $c_2$  erwarten,

die anderen Investoren jedoch  $c_1^*$  und  $c_2^*$ , wobei  $c_2^*$  eine wachsende Funktion  $f(rD)$  des *cash flows* (gebunden an Zinsaufwendungen) ist, so dass  $f(rD) \leq c_2$  und  $f(rD) > D(1+r)$ , dann ist der Wert des Eigenkapitals der anderen Investoren

$$S^*(D) = f(rD)(1+r)^{-2} + c_1^* (1+r)^{-1} - D \quad (5)$$

und die *promoter* sehen sich der Budgetbeschränkung

$$W + D + (1-\alpha)S^*(D) = K \quad (6)$$

gegenüber.

Wenn nun zum Zeitpunkt [1]  $c_1$  kleiner ist als  $rD$ , verlieren die *promoter* ihre Glaubwürdigkeit und es wäre ihnen nicht möglich, den Fehlbetrag zu leihen – was dazu führt, dass die Investoren die Kontrolle über die Firma übernehmen und die *promoter* einen Verlust in Höhe von  $L$  erleiden, der von dem Wert abhängt, der nach Liquidation noch übrig bleibt. Aus diesem Grunde beträgt die maximale Verschuldungsfähigkeit  $c_1/r$ . Die anderen Investoren können nun ihre Erwartung über  $c_1^*$  dem Wert von  $rD$  unter der Annahme gleichsetzen, dass die *promoter* über ihren Fremdfinanzierungsbetrag  $D$  ihren erwarteten zukünftigen *cash flow* aufdecken. Dies dient folglich als Signal. Die Annahme ist dadurch gedeckt, dass die *promoter* keinen höheren Betrag aufnehmen wollen als sie zu Zeitpunkt [1] bedienen können, um nicht in Zahlungsverzug zu geraten.

Wenn  $W + (c_1/r) < K$  gegeben ist, haben sie andererseits auch den Anreiz, möglichst viel fremdzufinanzieren, da dadurch keine Dividenden an Eigenkapitalinhaber ausgezahlt werden müssen und letztendlich ihr Eigenkapitalgewinn höher ist, wenn es wenige andere Beteiligte gibt. Die *promoter* wollen  $c_1$  komplett dafür einsetzen, den Schuldendienst zu leisten. Im entgegengesetzten Falle ( $W + (c_1/r) \geq K$ ) sind die *promoter* in der Lage, ihre Beteiligung durch Leihe von  $D = K - W \leq c_1/r$  einzubehalten. Hierbei ist  $c_1$  mindestens so hoch wie  $rD$ , was wiederum ein Signal darstellt, welches dadurch entsteht, dass die Schuldaufnahme nur so hoch sein kann, dass der *cash flow* auch die Zinszahlungen deckt. Damit das Signal von Seiten der *promoter* glaubwürdig ist, muss der Liquidationserlös  $L$  größer sein als der Betrag  $(1-\alpha)[S^*(D) - S(D)]$ , den sich die *promoter* von anderen Investoren aneignen könnten, indem sie den zukünftigen *cash flow* verzerrt darstellen. Sie müssen also größeren Verlusten ausgesetzt sein, um glaubhafte Signale senden zu können, damit sie die Schuldenfähigkeit des Zielunternehmens für die Finanzierung des *buyouts* nutzen können (Arzac 1993, S. 18 f.).

Im dritten Teil Arzacs Betrachtung der Kapitalstruktur von *LBO* geht es um die Rolle der „Streifenfinanzierung“, welche eine Erweiterung zum vorhergehenden Modell darstellt und bei der Investoren neben Anleihen auch Dividendenpapiere, also Eigenkapitalanteile, kaufen müssen. Diese Art der Finanzierung wird hauptsächlich von Versicherungsunternehmen genutzt, wobei es sich meist um den simplen Fall der Eigenbeteiligung handelt. Streifenfinanzierung bezogen auf *buyouts* soll dazu dienen, die Liquidation zu vermeiden, indem sie die *promoter* dazu drängt, eine Kapitalstruktur zu wählen, die dies gewährleistet. Diese ist gegeben, wenn sie Anleihebesitzer dazu bringt, einen großen Anteil am Eigenkapital zu halten, sodass im Falle der vorzeitigen Liquidation höhere Verluste entstehen als die erhöhte Rückzahlung der Anleihen ergeben würde (Arzac 1989, S. 19). Auf die formale Modellstruktur soll im Weiteren nicht genauer eingegangen werden, doch es sei erwähnt, dass der Hauptansatzpunkt in diesem Modell darin liegt, eine ausreichende Eigenkapitalbeteiligung der Investoren zu erreichen, die sie dazu bringt, von einer vorzeitigen Liquidation abzusehen. In diesem Modell gibt es zwei Zustände: Zu den Zeitpunkten [1] und [2] werden im ersten hohe und im zweiten niedrige *cash flows* generiert. Somit stellt Zustand 1 das Optimum dar, weil die *promoter* mit ihrem glaubwürdigen Signal einer zwischenzeitlichen Zinszahlung und des Verlustes im Konkursfall, den hohen Cashflow zu erreichen, im Plan liegen. Im zweiten Zustand allerdings ist der Leistungsverzug nicht zu verhindern und eine vorzeitige Liquidation eben nur zu umgehen, wenn die Anleihebesitzer wie in diesem Modell aufgrund ihrer Eigenkapitalbeteiligung keinen Anreiz für die vorzeitige Liquidation besitzen (Arzac 1993, S. 19 f.). Somit ist die Streifenfinanzierung als eine Möglichkeit anzusehen, den im Folgenden behandelten Prinzipal-Agenten-Konflikt zu entschärfen, in der Praxis wird dies bei *buyouts* allerdings nicht angewandt. Das Modell von Arzac zeigt auf, wie die Finanzierungsweise eines *buyouts* das Gelingen der Restrukturierung oder den Gang in die Liquidation beeinflussen kann. Es macht deutlich, dass mit der Menge der aufgenommenen Fremdmittel Aussagen und Annahmen über den zukünftigen *cash flow* getroffen werden können und diese diesbezüglich als Signal dienen. Ist dieses glaubwürdige Signal erst einmal gesetzt und hat die Bewertung der Finanztransaktion stattgefunden, haben die *promoter* keinen weiteren Anreiz mehr dazu, die Fremdfinanzierung hochzuhalten, insbesondere wenn die Gefahr der Zahlungsunfähigkeit besteht (Arzac 1993, S. 22). Sie haben so nämlich eine höhere Bewertung der Eigenkapitalanteile erreicht und können diese zu einem höheren Preis verkaufen, um den *buyout* zu finanzieren. Wenn also ein *buyout* als Restrukturierungslösung dienen und gelingen soll, so sind die hier betrachteten Gegebenheiten zu berücksichtigen und sich durch Investoren und *promoter* zu Nutze zu machen. Ein weiterer wichtiger Punkt für den Erfolg beziehungsweise die Perfor-

mance von *buyout*-Unternehmen ist die Beachtung der Prinzipal-Agenten-Theorie, die im nächsten Teil dieses Kapitels auf ihre Wirkung hin geprüft werden soll.

### 3.2 Prinzipal-Agenten-Konflikt

Der Theorie der Prinzipal-Agenten-Beziehung im Falle von *buyouts* kommt eine besondere Bedeutung zu, da hier ein zweistufiger Interessenkonflikt vorliegt, der nun näher betrachtet werden soll. Bei einem *buyout* kommt es einerseits zu einer Trennung von Eigentum und Management, zwischen *LP* und *GP* sowie zwischen *GP* und dem Portfoliounternehmen (*PC*). Dieses ist zwar für das operative Management verantwortlich, kann aber nicht die Investitionsentscheidungen treffen, die beim *GP* liegen. Der Nachteil für den *LP* liegt darin, dass er zwar das Kapital zur Verfügung stellt, der *GP* jedoch die Verantwortung für die Durchführung von Investitionen trägt (Zipser 2008, S. 51 f.). Die Investoren verfolgen das Ziel der langfristigen Maximierung ihrer Rendite und der *GP* hat als Intermediär die Aufgabe, diese auch im Portfoliounternehmen durchzusetzen. Allerdings handelt der *GP* entsprechend einer eigenen Nutzenmaximierung, die von der des Investors abweichen kann.

Die Probleme in der Prinzipal-Agenten-Beziehung sind die mangelnde Überprüfbarkeit der Aktivitäten des Agenten durch den Prinzipal sowie die unterschiedlichen Risikopräferenzen der Parteien.

Wie schon in der Einleitung erwähnt sollen die Gründe für das wirtschaftlich meist relativ gute Abschneiden von *buyouts* betrachtet werden. Eine Entschärfung des Prinzipal-Agenten-Konflikts ist eine wesentliche Weichenstellung, die zur guten Entwicklung von *buyouts* beiträgt. So gilt es nach Zipser, bei dem Konflikt zwischen *GP* und *PC* drei Arten von Agenturkosten zu reduzieren um zusätzliche Werte zu schaffen. Als erstes wirkt sich eine veränderte Kapitalstruktur in Richtung stärkerer Fremdkapitalfinanzierung durch die hohen Zins- und Tilgungslasten als Flexibilitätseinschränkend bezüglich der Verwendung von freien Zahlungsflüssen auf die Manager aus. Hieraus kann sich ein effizienterer Einsatz der finanziellen Ressourcen einstellen und der hohe Druck, eine Insolvenz zu vermeiden, führt zu unternehmenskongruenten Zielen des Managements, welches schon aus Eigeninteresse die Zahlungsunfähigkeit zu vermeiden sucht (Zipser 2008, S. 59 f.). Bei *buyouts* wird aber teilweise auch das Management ausgetauscht oder es verändert sich bei *MBO* zumindest die Anreizstruktur, da die Manager zu Eigenkapitalinhabern werden. Dies führt zu besserer Performance, was die Untersuchung von Hotchkiss zeigt, in der die Performance von restrukturierten Unternehmen untersucht wird, die aus dem *Chapter 11* des amerikanischen Insolvenzrechts „auferstanden“

sind. Hotchkiss stellt fest, dass die Beibehaltung des ursprünglichen Managements im Restrukturierungsprozess mit einer schwachen Performance nach dem Bankrott verbunden ist. Dies liegt daran, dass sich an der Anreizstruktur beziehungsweise der Fähigkeit des Managements, effizient zu wirtschaften, wenig ändert und *Chapter 11* Manager sogar noch dabei unterstützt, aus Eigennutz ineffiziente Entscheidungen zu treffen (Hotchkiss 1995, S. 4). Dies ist ein Grund für das bessere Abschneiden von *buyouts*, bei denen sich oftmals die Management- und Anreizstruktur ändert, was zu einer höheren Effizienz führt. Dies lässt sich jedoch auch durch Fremdkapitalaufnahme beziehungsweise Verschuldung erreichen, die Manager und ihre Organisationen motivieren, effizienter zu wirtschaften (Jensen 1986, S. 324). Außerdem hilft dies zu vermeiden, dass Investitionen in wenig renditeträchtige Projekte gelenkt werden (Jensen 1986, S. 327). Die optimale Fremdkapitalquote ist an dem Punkt erreicht, der den Firmenwert maximiert und an dem die Grenzkosten des Fremdkapitals dem Grenznutzen entsprechen (Jensen 1986, S. 324). Den freien *cash flow* für den Fremdkapitaldienst einzusetzen kann auch aus dem Grunde nötig sein, Manager davon abzuhalten, ihrem Drang zu folgen, Firmenwachstum über die optimale Größe hinaus zu betreiben und daraus mehr Macht zu erlangen (Jensen 1986, S. 323). Allerdings ist dabei kritisch anzumerken, dass die Wahrscheinlichkeit einer Insolvenz zunimmt, wenn finanziellen Reserven beziehungsweise freie Zahlungsflüsse nur für den Kapitaldienst aufgebraucht werden. Hinzukommt, dass sinnvoll erscheinende Geschäftserweiterungen nicht durchgeführt werden oder auf Veränderungen im gesamtwirtschaftlichen Umfeld nicht flexibel genug reagiert werden kann.

Als zweiter Ansatzpunkt rückt die Verbesserung der Anreizstruktur für das Management in den Blickpunkt. Da es bei *buyouts* meist zu einer Beteiligung des Managements kommt und das dieses so auch direkt am Unternehmenserfolg beteiligt ist, hat es einen höheren Anreiz, im Interesse der Anteilseigner zu handeln. Wird ein solcher Anreizmechanismus nicht nur in der Führungsebene, sondern auch auf weitere Teile des Unternehmens angewandt, wird der Wille zur Durchführung drastischer Restrukturierungsmaßnahmen erst geweckt (Zipser 2008, S. 61). Denkbar sind hier sicherlich geeignete Bonus-, aber auch Malussysteme, die das Risiko von Fehlentscheidungen und schadhafter Handlungen durch die Akteure verringern sollen.

Eine dritte Art zur Senkung der Agenturkosten ist eine verbesserte Kontrolle und Überwachung der Unternehmensaktivitäten, die durch die neue Organisationsform entsteht, das heißt in der sich der Eigentümer als aktiver Investor stärker um die Unternehmenskontrolle kümmert und auch selbst Aufgaben übernimmt. Da die Konzentration der Anteilseigner in einem *buyout* meist höher ist, kann auch unabhängig von einer hohen Fremdfinanzierung eine bessere Überwachung der Unternehmensaktivitäten ausgeübt werden. Insgesamt ist die Kontrolle

durch *buyout*-Unternehmen unabhängiger, da sie zum Beispiel nicht in einen Konzernverbund eingebunden sind und auch sonst in ihrem Fach ein hohes Maß an Erfahrung aufweisen und unpopuläre Entscheidungen einfacher treffen können (Zipser 2008, S. 62).

Des Weiteren sind noch die Interessenskonflikte zwischen *LP* und *GP* zu betrachten. Auch hier lassen sich wieder drei wesentliche Konflikte identifizieren, unter anderem eine hohe Risikobereitschaft der *PE*-Firma sowie die Nachteile fixer Komponenten in der Verwaltungsgebühr. Die Investoren zeichnen sich dadurch aus, dass ihr Nutzen nur von der erzielten Rendite des eingesetzten Kapitals abhängt, während der des Fondsmanagers davon abhängt, wie beispielsweise die Vergütungsstruktur gestaltet ist und welche Zukunftschancen sich ihm durch den Aufbau einer guten Reputation eröffnen werden. Mit einem geringen fixen Vergütungsanteil und dem Eigeninteresse der Fondsmanager, eine positive Reputation aufzubauen, sowie Vertragsklauseln lassen sich die Agenturkosten verringern (Zipser 2008, S. 67).

Gompers und Lerner untersuchen 140 Verträge mit solchen Klauseln zwischen Investoren und *VC*-Firmen, deren Ergebnisse weitgehend auch für *buyout*-Firmen gelten dürften. So sind die Vertragsklauseln zwischen den einzelnen Verträgen sehr heterogen und aufgrund der hohen Transaktionskosten werden Verträge nur bei einem als bedeutend eingeschätzten Prinzipal-Agenten-Konflikt vereinbart. In der Untersuchung von Gompers und Lerner wird insbesondere deutlich, dass Vertragsklauseln besonders häufig sowohl für die Beschränkung des Einsatzes von Fremdkapital als auch der Neuauflage neuer Fonds durch die Fondsmanager genutzt werden (Zipser 2008, S. 68). Insgesamt zeigt sich, dass die Entschärfung des Prinzipal-Agenten-Konflikts als ein bedeutender Bestandteil der Unternehmensrestrukturierung durch *buyouts* angesehen werden kann, der daran ansetzt, die Effizienz durch bessere Motivation der Führungsebene, aber auch eine effektivere Kontrolle der einzelnen Entscheidungen im Unternehmen umzusetzen (Smith 1990, S. 156).

#### **4 Zusammenfassung**

Die Frage, ob *buyouts* eine gute Lösung für Unternehmensrestrukturierungen darstellen, sollte in dieser Seminararbeit beantwortet werden. Ebenso war es ein Ziel festzustellen, wie sich *buyouts* auf das Zielunternehmen auswirken und mit welchen Maßnahmen und Mechanismen diese Wirkungen bewältigt werden. Zunächst einmal konnte gezeigt werden, dass sich die Performance der übernommenen Zielunternehmen durch einen *buyout* im Durchschnitt deutlich verbessert hat, wobei es natürlich auch hier Ausnahmen gibt und es, wie in Kapitel 2 erwähnt, nicht gerade einfach ist, einen absolut fehlerfreien Vergleich herzustellen. Dennoch spricht diese erste Feststellung schon einmal dafür, dass *buyouts* eine gangbare Lösung dar-

stellen können. Doch die Performance alleine ist für eine Gesamtbetrachtung nicht ausreichend. Deshalb wurde weiter analysiert, wie die Performance-Verbesserungen zustande kommen und welche Messzahlen positive Eigenschaften von *buyouts* präsentieren. Es zeigte sich, dass *buyouts* oftmals Verbesserungen der Effizienz und der TFP ergeben. Sowohl Kostensenkungen als auch ein verkürzter Geschäftszyklus sowie substantielle Verbesserungen in Profitabilität und *cash flow* stellen weitere Elemente dar, die zur Verbesserung der Performance führen. Es wurde analysiert, inwieweit diese Veränderungen durch in der Bevölkerung unbeliebte Maßnahmen wie Mitarbeiterfreisetzungen oder Lohn-Dumping erzielt werden. Diese Maßnahmen werden allerdings in nicht signifikant verschiedenem Ausmaß zu Konkurrenzunternehmen durchgeführt, wobei es (wenn überhaupt) eher in den ersten Jahren nach dem Aufkauf zu Freisetzungen aufgrund von Rationalisierungsbemühungen kommt. Teilweise zeigen sich sogar auch hier positive Seiten von *buyouts*, nämlich wenn sie die Unternehmensnachfolge oder den Fortbestand des Unternehmens sichern. Die Analyse der Wirkungen von *buyouts* auf Steuereinnahmen erweist sich als schwer und kann nicht abschließend bewertet werden. Hier kommt es aufgrund der unterschiedlichen Steuersysteme mehr als bei allen anderen Punkten auf den Standort des Unternehmens an. Außerdem hängt es davon ab, ob nur die direkten Unternehmenssteuern oder die gesamten mit dem *buyout* zusammenhängenden Steuerwirkungen betrachtet werden. Kapitel 3 hat gezeigt, wie mittels Minderung des Prinzipal-Agenten-Konflikts die Anreizstruktur so verändert wird, dass das Management Effizienzsteigerungen im Unternehmen herbeiführt und die Ziele der Investoren sowie der *general partner* verfolgt. Mit dem *signalling*-Modell von Arzac wurde auf die Signalwirkung der Fremdfinanzierung verwiesen. Es vermittelt, welche Erwartungen über den zukünftigen *cash flow* getroffen werden und wie hoch der Anteil der Fremdfinanzierung sein muss, damit ein stabiles Gleichgewicht zwischen *promoter* und Investoren besteht.

In der Seminararbeit konnten nicht alle Bereiche analysiert und betrachtet werden, die vermitteln, inwieweit ein *buyout* als Lösung für Unternehmensrestrukturierungen dienen kann. Dennoch zeigt die Arbeit, dass *buyouts* (unter den gegebenen Umständen einer nachhaltigen Verbesserung der Performance) eine gute Form der Restrukturierung darstellen – vor allem wenn, wie in diesen wirtschaftlich schweren Zeiten, dadurch das Fortbestehen von Unternehmen gesichert werden kann. Doch in Zukunft wird zu untersuchen sein, ob die gewonnenen Erkenntnisse, die zum Teil schon einige Jahre zurück liegen, auch noch für die aktuelle Zeit gelten. Denn besonders interessant wird sein, wie sich die aktuelle wirtschaftliche Situation mit sehr niedrigem Zinsniveau und hohen Insolvenzraten auf die Entwicklung und das Geschäft von *buyouts* auswirkt.

## Quellenverzeichnis

Arzac, Enrique R., 1992: On the Capital Structure of Leveraged *buyouts*, Financial Management/Spring, 16-26.

Brettel, M., Kauffmann C., Kühn C., Sobczak C., 2008: Private Equity-Investoren Eine Einführung, Stuttgart, W. Kohlhammer Verlag.

Jensen, Michael C., 1986: Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, The American Economic Review, Vol.76, No. 2, 323-329.

Hotchkiss, E.S., 1996: Postbankruptcy Performance and Management Turnover, The Journal of Finance, Vol. L, No. 1, 3-21.

Kaplan, S., 1989: The Effects of Management *buyouts* on Operating Performance and Value, Journal of Financial Economics 24, 217-254.

Lichtenberg, F.R., 1990: The effects of leveraged buyouts on productivity and related aspects, Journal of Financial Economics 27, 165-194.

Muscarella, C.J., Vetsuypens, M.R., 1990: Efficiency and Organizational Structure: A Study of Reverse LBOs, The Journal of Finance Vol. 45, No. 5, 1389-1413.

Smart, S.B., Waldfogel, J., 1994: Measuring the Effect of Restructuring on Corporate Performance: The Case of Management *buyouts*, The Review of Economics and Statistics, Vol. 76, No. 3, 503-511.

Smith, A.J., 1990: Corporate ownership structure and performance, Journal of Financial Economics 27, 143-164.

Wright, M., Gilligan, J., Amess, K., 2009: The economic impact of private equity, Venture Capital Vol. 11, No. 1, 1-21

Zipser, D., 2008: Wertgenerierung von *buyouts*, Wiesbaden, Gabler Edition Wissenschaft.