

Müllner, Jakob

Book

Die Wirkung von Private Equity auf das Wachstum und die Internationalisierung: Eine empirische Impact-Studie des österreichischen Private Equity Marktes

Forschungsergebnisse der Wirtschaftsuniversität Wien, No. 53

Provided in Cooperation with:

Peter Lang International Academic Publishers

Suggested Citation: Müllner, Jakob (2012) : Die Wirkung von Private Equity auf das Wachstum und die Internationalisierung: Eine empirische Impact-Studie des österreichischen Private Equity Marktes, Forschungsergebnisse der Wirtschaftsuniversität Wien, No. 53, ISBN 978-3-653-02414-2, Peter Lang International Academic Publishers, Frankfurt a. M., <https://doi.org/10.3726/978-3-653-02414-2>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/178459>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.



<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>

Die Wirkung von Private Equity auf das Wachstum und die Internationalisierung

JAKOB MÜLLNER



PETER LANG
Internationaler Verlag der Wissenschaften

Forschungsergebnisse der Wirtschaftsuniversität Wien



Band 53



PETER LANG

Frankfurt am Main · Berlin · Bern · Bruxelles · New York · Oxford · Wien

JAKOB MÜLLNER

Die Wirkung von Private Equity auf das Wachstum und die Internationalisierung

Eine empirische Impact-Studie
des österreichischen
Private Equity Marktes



PETER LANG

Internationaler Verlag der Wissenschaften

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

The Deutsche Nationalbibliothek lists this publication in the Deutsche Nationalbibliografie; detailed bibliographic data is available in the internet at <http://dnb.d-nb.de>.

Open Access: Die Online-Version dieser Publikation ist unter der internationalen Creative Commons Lizenz CC-BY 4.0 auf www.peterlang.com und www.econstor.eu veröffentlicht. Erfahren Sie mehr dazu, wie Sie dieses Werk nutzen können: <http://creativecommons.org/licenses/by/4.0>.



Dieses Buch ist Open Access verfügbar aufgrund der freundlichen Unterstützung der ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft.

Gefördert durch die Wirtschaftsuniversität Wien.

Umschlaggestaltung:
Atelier Platen, nach einem Entwurf
von Werner Weißhappl.

Universitätslogo der Wirtschaftsuniversität Wien:
Abdruck mit freundlicher Genehmigung
der Wirtschaftsuniversität Wien.

ISSN 1613-3056 (Print)
ISBN 978-3-653-02414-2 (E-Book)
DOI 10.3726/978-3-653-02414-2
ISBN 978-3-631-63797-5

© Peter Lang GmbH
Internationaler Verlag der Wissenschaften
Frankfurt am Main 2012

www.peterlang.de

Vorwort

„Wissenschaft: Es ist nicht ihr Ziel, der unendlichen Weisheit eine Tür zu öffnen, sondern eine Grenze zu setzen dem unendlichen Irrtum.“
Brecht (1948)

Die vorliegende Dissertation entstand im Rahmen meiner Tätigkeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für BWL des Außenhandels. Den Kollegen des Institutes – allen voran meinem Doktorvater o. Univ. Prof. Dr. Reinhard Moser – ist hierbei Dank für die akademische Führung und intellektuelle Unterstützung auszusprechen. Besonderer Dank gilt auch meinem Zweitbetreuer o. Univ. Prof. Dr. Helmut Kasper sowie Prof. Alois Geyer. Für ihren Beitrag zur Konzeption der Dissertation und Erhebung der Daten möchte ich des Weiteren Dr. Jürgen Marchart und Mag. Roth der *Austrian Private Equity and Venture Capital Organisation* (AVCO) sowie dem österreichischen Kreditschutzverband (KSV 1870) besonders danken. Zu guter Letzt ist ein großer Teil des Verdienstes an dieser Dissertation meiner Familie, meinen Freunden und meiner Freundin, die mich während des gesamten Vorhabens ertragen und unterstützt haben, zuzusprechen. Besonders hervorzuheben sind hierbei Mag. Johannes Raschendorfer und meine Mutter, Mag. Margot Müllner, für ihre Korrekturarbeit.

Abstract

In der vorliegenden Dissertation wird der Wachstums- und Internationalisierungsbeitrag von Private Equity Investoren in Spätphaseninvestitionen unter Zuhilfenahme qualitativer und quantitativer Methoden untersucht. Nach einer umfassenden Literaturanalyse von 109 Impact-Studien führt der Autor eine konfirmatorische Analyse im österreichischen Private Equity Markt durch. Durch die Gegenüberstellung unterschiedlicher Vergleichsgruppen und durch die Anwendung unterschiedlicher methodischer Verfahren identifiziert der Autor einen positiven Wachstumsimpuls des PE-Investors in Bezug auf das Umsatzwachstum. Der Befund hinsichtlich des Mitarbeiter/innenwachstums ist positiv aber nicht signifikant. Die in der Studie verwendeten Sekundärdaten wurden aus kommerziellen Datenbanken sowie durch die Kooperation mit dem österreichischen Kreditschutzverband (*KSV 1870*) gewonnen. Der zweite Teil der empirischen Analyse stellt einen Versuch dar, den identifizierten Effekt in explorativer Form zu untersuchen und nähere Informationen über die zugrundeliegenden Wirkungsmechanismen zu gewinnen. In einer breiten Befragung von 109 österreichischen Portfoliounternehmen und unter Zuhilfenahme eines theoriegeleiteten Wirkungsmodells wurden die subjektiven Einschätzungen der PU-Manager/innen analysiert. Die Ergebnisse stützen zwar den empirisch gemessenen Investor-Effekt, stellen aber eine Reihe von gebräuchlichen Annahmen, insbesondere über die von den PE-Investoren erbrachten Value-Added-Services und deren Reputationseffekt in Frage. Die Studie zeigt außerdem, dass sich der Wertbeitrag des PE-Investors im nationalen Kontext signifikant von jenem im Internationalisierungskontext unterscheidet. Während PE-Investoren zum heimischen Wachstum vor allem finanzielle Beiträge leisten, stellen sie im Internationalisierungsprozess wertvolle Ressourcen für das Portfoliounternehmen dar und tragen aktiv Know-How, Netzwerkkontakte, Reputation sowie Erfahrung bei.

Inhaltsverzeichnis

| | |
|--|----|
| 1. Einleitung..... | 1 |
| 1.1. Realwirtschaftliche Relevanz der Thematik..... | 1 |
| 1.2. Zielvorgabe und Forschungsfrage der Dissertation..... | 5 |
| 1.3. Aufbau der Dissertation..... | 9 |
| 1.4. Methodische Vorgehensweise..... | 13 |
| 2. Die Grundlagen von Private Equity (PE)..... | 17 |
| 2.1. Exkurs: Entwicklung der PE-Forschung..... | 17 |
| 2.2. Terminologische Grundlagen von PE..... | 21 |
| 2.2.1. Begriffsinhalte..... | 21 |
| 2.2.2. Abgrenzung von PE i.e.S. zu Venture Capital (VC)..... | 25 |
| 2.2.3. Gegenüberstellung von PE i.e.S. und VC..... | 27 |
| 2.2.4. Regional differenziertes Begriffsverständnis..... | 30 |
| 2.2.5. Typologie von PE/VC-Investoren..... | 31 |
| 2.2.5.1. Venture Capital..... | 32 |
| 2.2.5.2. PE-Fonds im engeren Sinne..... | 33 |
| 2.2.5.3. Relative regionale Verteilung der Fondssegmente..... | 36 |
| 2.3. Kontextuelle Einbettung von PE..... | 37 |
| 2.3.1. Einordnung von PE in den Kontext des Unternehmenslebenszyklus..... | 37 |
| 2.3.2. Einordnung von PE in die Finanzierungsartensystematik..... | 40 |
| 2.3.3. Abgrenzung von anderen fondsorganisierten Kapitalmarktakteuren..... | 45 |
| 2.4. Das PE-Geschäftsmodell..... | 50 |
| 2.4.1. Der PE-Fondszyklus..... | 50 |
| 2.4.1.1. Die Pre-Investment-Phase..... | 51 |
| 2.4.1.1.1. Fondstrukturierung..... | 51 |
| 2.4.1.1.2. Kapitalakquise (Fundraising)..... | 55 |
| 2.4.1.1.3. Beteiligungsakquise (Deal-Flow)..... | 57 |
| 2.4.1.1.4. Beteiligungswürdigkeitsprüfung (Due Diligence)..... | 59 |
| 2.4.1.1.5. Investitionsentscheidung..... | 61 |
| 2.4.1.1.6. Beteiligungsverhandlung und Unternehmensbewertung..... | 62 |
| 2.4.1.2. Die Investment-Phase..... | 66 |
| 2.4.1.2.1. Der Beteiligungsvertrag..... | 66 |
| 2.4.1.2.2. Akquisitionsfinanzierung..... | 68 |
| 2.4.1.2.3. Beteiligungsmanagement..... | 74 |
| 2.4.1.3. Die Veräußerungsphase (<i>Divestment</i> Phase)..... | 77 |
| 2.4.2. Das Rendite- und Risikoprofil von PE-Investitionen..... | 81 |
| 2.4.2.1. Staffelung von Rendite und Risiko nach Finanzierungsphasen..... | 81 |
| 2.4.2.2. Renditemaximierungsstrategien..... | 85 |
| 2.4.2.2.1. Übersicht unterschiedlicher Renditemaximierungsstrategien..... | 85 |
| 2.4.2.2.2. Exogene Werttreiber..... | 87 |

| | | |
|------------|--|-----|
| 2.4.2.2.3. | Endogene Werttreiber | 95 |
| 2.4.2.2.4. | Empirische Belege zu Wertsteigerungshebeln | 98 |
| 2.4.2.3. | Risikominimierungsstrategien | 102 |
| 2.4.2.3.1. | Risikominimierungsstrategien auf Fondsebene | 103 |
| 2.4.2.3.2. | Risikominimierungsstrategien auf Beteiligungsebene | 107 |
| 2.5. | Zwischenresümee der Grundlagen zu PE | 115 |
| 3. | Auswirkung von PE auf die finanzierten PU | 119 |
| 3.1. | Unterscheidung nach erkenntnis-theoretischem Ansatz | 119 |
| 3.2. | Unterscheidung konfirmatorischer Studien nach verwendeter Methodik | 122 |
| 3.2.1. | Ergebnisse von <i>Impact</i> -Studien mit statistischer Kontrolle der Endogenität | 124 |
| 3.2.2. | Ergebnisse von <i>Matched Sample</i> -Studien (Case-control Studies) | 126 |
| 3.2.3. | Ergebnisse subjektiver <i>Impact</i> -Studien | 135 |
| 3.2.4. | Ergebnisse von <i>Impact</i> -Studien ohne Kontrolle der Endogenität | 140 |
| 3.3. | Ergebnisse explorativer Beiträge | 144 |
| 3.4. | Zwischenresümee der Literaturanalyse | 147 |
| 4. | Auswirkungen von PE auf die Internationalisierung der finanzierten PU | 153 |
| 4.1. | Derzeitiger Forschungsstand und Forschungslücke | 153 |
| 4.2. | Exkurs: Die passivseitige Internationalisierung im Kontext der IB Forschung | 157 |
| 4.3. | Theoretisches PE-Wirkungsmodells und bisherige empirische Befunde | 163 |
| 4.3.1. | Ausgangspunkt und Gang der Modellbildung | 163 |
| 4.3.2. | Finanzierungsfunktion | 165 |
| 4.3.2.1. | Theoretische Grundlagen der Finanzierungsfunktion | 165 |
| 4.3.2.2. | Finanzierungsfunktion und Internationalisierung | 168 |
| 4.3.2.3. | Die Finanzierungsfunktion und ihre Auswirkungen auf das PU | 171 |
| 4.3.3. | Kontroll- und Anreizfunktion | 176 |
| 4.3.3.1. | Theoretische Grundlagen der Kontroll- und Anreizfunktion | 176 |
| 4.3.3.2. | Vertragliche <i>Governance</i> -Mechanismen | 177 |
| 4.3.3.2.1. | Stufenweise Finanzierung (staging) | 182 |
| 4.3.3.2.2. | Vertretung im Aufsichtsrat | 184 |
| 4.3.3.2.3. | Beteiligung des Managements am Unternehmenserfolg | 186 |
| 4.3.3.3. | Monitoring | 187 |
| 4.3.4. | Unterstützungsfunktion (<i>Value-Added-Services</i>) | 190 |
| 4.3.4.1. | Theoretische Grundlagen zu VAS | 190 |
| 4.3.4.2. | Die ressourcenbasierte Sicht des Unternehmens | 192 |
| 4.3.4.3. | Die moderne Netzwerktheorie der Internationalisierung | 195 |
| 4.4. | Zwischenresümee und zusammenfassende Darstellung des Wirkungsmodells | 198 |
| 5. | Empirische Wirkungsanalyse | 201 |
| 5.1. | Konzeption der Untersuchung | 202 |
| 5.1.1. | Identifikation der studienrelevanten Untersuchungsgruppe | 202 |
| 5.1.2. | Sechsstufiges Untersuchungsdesign | 208 |
| 5.1.3. | Datenerhebung | 209 |

| | | |
|------------|---|-----|
| 5.1.3.1. | Allgemeines zu Datenquellen und Wirkungskriterien | 209 |
| 5.1.3.2. | Primäre Datenerhebung | 213 |
| 5.1.3.2.1. | Fragebogenkonzeption und Gestaltung | 213 |
| 5.1.3.2.2. | Operationalisierung der Variablen | 215 |
| 5.1.3.2.3. | Operationalisierung subjektiver Wirkungskomponenten..... | 217 |
| 5.1.3.2.4. | Durchführung der Erhebung | 219 |
| 5.1.3.3. | Sekundäre Datenerhebung (Datenbankrecherche)..... | 222 |
| 5.1.3.3.1. | Erhebung der objektiven Performancekennzahlen..... | 222 |
| 5.1.3.3.2. | Matching-Algorithmus | 224 |
| 5.1.3.3.3. | Erhebung der Branchenvergleichswerte | 230 |
| 5.2. | Konfirmatorische Analyse des Impacts..... | 230 |
| 5.2.1. | Deskriptive Auswertung der Unternehmensdaten | 231 |
| 5.2.1.1. | Rücklauf und mögliche Bias..... | 231 |
| 5.2.1.2. | Deskription des PU <i>Samples</i> | 236 |
| 5.2.2. | Vergleich mit makro-ökonomischen Wachstumsdaten | 245 |
| 5.2.2.1. | Vergleich mit Gesamtwirtschaft..... | 245 |
| 5.2.2.2. | Vergleich mit Branchendaten (<i>Industry-Adjustment</i>)..... | 250 |
| 5.2.2.2.1. | Maschinenbau (ÖNACE 28)..... | 251 |
| 5.2.2.2.2. | Dienstleistungen der Informationstechnologie (ÖNACE 62)..... | 253 |
| 5.2.2.2.3. | Großhandel (ÖNACE 46)..... | 254 |
| 5.2.3. | Vergleich mit Datenbank- <i>Matches</i> (DB)..... | 254 |
| 5.2.3.1. | Mittelwertvergleich PU vs. DB..... | 256 |
| 5.2.3.2. | OLS Regressionsmodelle..... | 262 |
| 5.2.3.3. | Heckman Two-Step Regressionsmodelle..... | 268 |
| 5.2.4. | Vergleich mit Respondent- <i>Matches</i> (RM) | 273 |
| 5.3. | Explorative Analyse der Wirkungsbeziehung..... | 278 |
| 5.3.1. | Subjektiv empfundene allgemeine Auswirkungen | 278 |
| 5.3.2. | Subjektive Ergebnisse zum Wirkungsmodell..... | 286 |
| 5.3.2.1. | Finanzierungsfunktion..... | 287 |
| 5.3.2.2. | Vertragliche <i>Governance</i> | 289 |
| 5.3.2.3. | Monitoring | 291 |
| 5.3.2.4. | Value-Added-Services..... | 292 |
| 5.3.2.5. | Verdichtende Betrachtung des gesamten Wirkungsmodells..... | 295 |
| 5.3.3. | Determinanten der PE – PU Wirkungsbeziehung (<i>In-Sample-Analyse</i>)..... | 300 |
| 5.3.3.1. | Gegenüberstellende Analyse subjektiver Performanceklassen | 300 |
| 5.3.3.2. | <i>In-Sample</i> -Regressionsmodelle | 307 |
| 5.4. | Zwischenresümee der empirischen Analyse | 311 |
| 6. | Conclusio | 313 |
| 6.1. | Ergebnisse der Literaturanalyse..... | 313 |
| 6.2. | Ergebnisse der empirischen Untersuchung..... | 318 |
| 6.2.1. | Konfirmatorische Analyse des Impacts..... | 319 |
| 6.2.2. | Explorative Analyse der Wirkungsbeziehung..... | 323 |

| | | |
|--------|---|-----|
| 6.3. | Verwertung der Erkenntnisse und Implikationen | 326 |
| 6.3.1. | Für die Forschung und Wissenschaft | 327 |
| 6.3.2. | Für die Unternehmenspraxis | 332 |
| 6.3.3. | Für den Gesetzgeber | 334 |
| 6.4. | Limitationen der Dissertation | 336 |
| 6.5. | Abschließende Beantwortung der Forschungsfragen | 338 |
| | Literaturverzeichnis | 350 |

Abbildungsverzeichnis

| | |
|---|-----|
| Abbildung 1: Entwicklung Investitionsvolumen PE-Fonds in Europa (excl. VC) | 4 |
| Abbildung 2: Grafische Darstellung der Forschungsfragen | 8 |
| Abbildung 3: Aufbau und Inhalt der Dissertation..... | 10 |
| Abbildung 4: Ausgewählte historische Beiträge der VC bzw. PE-Forschung..... | 19 |
| Abbildung 5: Kumulierte Beiträge in akademischen Journals (Stand 01.01.2011) | 20 |
| Abbildung 6: Typologie PE-Fonds i.w.S..... | 32 |
| Abbildung 7: Prozentuelle Verteilung PE i.e.S. und VC in Europa und den USA | 36 |
| Abbildung 8: Einordnung von PE i.e.S. in den Kontext des Unternehmenslebenszyklus..... | 39 |
| Abbildung 9: Einordnung von PE i.w.S. in den Kontext der Finanzierungsartensystematik .. | 43 |
| Abbildung 10: Abgrenzung von PE-Fonds i.w.S zu anderen Fondsformen..... | 46 |
| Abbildung 11: Der PE-Fondszyklus..... | 51 |
| Abbildung 12: Aufbau und Struktur eines PE-Fonds..... | 52 |
| Abbildung 13: Deal-Flow-Quellen und Determinanten..... | 57 |
| Abbildung 14: Idealtypische Strukturierung einer PE-Beteiligung..... | 72 |
| Abbildung 15: Renditeentwicklung von PE i.e.S. und VC in Europa 1997-2009 | 82 |
| Abbildung 16: Systematisierung von Werttreibern aus Sicht des PE-Investors..... | 87 |
| Abbildung 17: Renditeoptimale Kapitalstruktur einer PE-Beteiligung..... | 90 |
| Abbildung 18: Renditemaximierungsstrategien von PE-Investoren im Zeitverlauf..... | 102 |
| Abbildung 19: Zusammenhang Diversifikation und Rendite bei PE Fonds..... | 107 |
| Abbildung 20: Anteil syndizierter Beteiligungen nach Ländermärkte 2009..... | 111 |
| Abbildung 21: Beteiligungssyndizierung und Auswirkungen auf das Unternehmen..... | 115 |
| Abbildung 22: Wissenschaftstheoretische Zugänge zur PE Forschung..... | 120 |
| Abbildung 23: Ergebnisse PE-Impact-Studien mit statistischer Kontrolle der Endogenität... | 126 |
| Abbildung 24: Ergebnisse PE-Matched Sample Impact-Studien..... | 129 |
| Abbildung 25: PE-Matched Sample-Studien zu Beschäftigungswachstum | 132 |
| Abbildung 26: PE-Matched Sample-Studien zu Umsatzwachstum..... | 134 |
| Abbildung 27: Objektivität und inhaltlicher Leistungsbereich bei Wirkungsanalysen..... | 138 |
| Abbildung 28: Ergebnisse subjektiver Impact-Studien..... | 140 |
| Abbildung 29: Ergebnisse Impact-Studien ohne Kontrolle der Endogenität..... | 141 |
| Abbildung 30: Studien mit Makrovergleichen zu Beschäftigungswachstum | 143 |
| Abbildung 31: Literaturzusammenfassung nach wissenschaftstheoretischem Ansatz..... | 148 |
| Abbildung 32: Literaturzusammenfassung konfirmatorischer Studien..... | 149 |
| Abbildung 33: Ergebnisse von Studien zu PE i.e.S. mit Endogenitätskontrolle..... | 150 |
| Abbildung 34: Ergebnisse PE-Impact-Studien zu Exportwachstum..... | 154 |
| Abbildung 35: Wissenschaftliche Verortung der Dissertation..... | 158 |
| Abbildung 36: Theoretisch-konzeptioneller Beitrag der Dissertation zur IB-Forschung | 161 |
| Abbildung 37: Finanzierungsfunktion von PE in imperfekten Märkten | 166 |
| Abbildung 38: Stufenbau der Internationalisierung und Finanzierungsfunktion von PE..... | 170 |
| Abbildung 39: Umfassendes Wirkungsmodell und -hypothesen | 199 |
| Abbildung 40: Ableitung der studienrelevanten Untersuchungsgruppe..... | 205 |
| Abbildung 41: Methodenpluralistisches Untersuchungsdesign (Triangulation) | 209 |
| Abbildung 42: Subjektive und objektive Wirkungskriterien und ihre Datenquellen..... | 210 |

| | |
|--|-----|
| Abbildung 43: Sequentielle Vorgehensweise bei der Datenerhebung | 212 |
| Abbildung 44: Datenabdeckung für Wachstums- und Profitabilitätsvariablen..... | 223 |
| Abbildung 45: Methodischer Trade-off in der Auswahl des Matching-Ansatzes..... | 226 |
| Abbildung 46: Verteilung der PE-Beteiligungen nach Jahr des Einstiegs | 232 |
| Abbildung 47: Antwortende Personen und deren Positionen in den PU..... | 235 |
| Abbildung 48: Geografische Verteilung der PU nach Bundesländern..... | 238 |
| Abbildung 49: Verteilung der PU nach ÖNACE Branchencodes..... | 239 |
| Abbildung 50: Beschäftigungswachstum der PU nach Kalenderjahr..... | 240 |
| Abbildung 51: Umsatzwachstum der PU nach Kalenderjahr | 241 |
| Abbildung 52: Entwicklung Umsatzrentabilität über den Beteiligungszeitraum..... | 242 |
| Abbildung 53: Box-Whisker-Plot Exportquoten Vorher-Nachher-Vergleich..... | 243 |
| Abbildung 54: Box-Whisker-Plot Anzahl der Exportmärkte Vorher-Nachher-Vergleich..... | 244 |
| Abbildung 55: Vergleich PU vs. Gesamtwirtschaft Beschäftigungswachstum..... | 246 |
| Abbildung 56: Vergleich PU vs. Gesamtwirtschaft Umsatzwachstum | 248 |
| Abbildung 57: Vergleich PU vs. Gesamtwirtschaft Exportwachstum | 250 |
| Abbildung 58: Vergleich PU vs. Branche (ÖNACE 28) Beschäftigungswachstum..... | 251 |
| Abbildung 59: Vergleich PU vs. Branche (ÖNACE 28) Umsatzwachstum | 252 |
| Abbildung 60: Vergleich PU vs. Branche (ÖNACE 62) Beschäftigungswachstum..... | 253 |
| Abbildung 61: Vergleich PU vs. Branche (ÖNACE 62) Umsatzwachstum | 254 |
| Abbildung 62: Vergleich PU vs. DB-Matches Beschäftigung nach Jahr d. Beteiligung..... | 257 |
| Abbildung 63: Vergleich PU vs. DB-Matches Beschäftigung nach Kalenderjahr..... | 258 |
| Abbildung 64: Vergleich PU vs. DB-Matches Umsatz nach Kalenderjahr..... | 259 |
| Abbildung 65: Vergleich PU vs. DB-Matches Umsatz nach Jahr d. Beteiligung..... | 260 |
| Abbildung 66: Vergleich PU vs. DB-Matches Umsatzrentabilität nach Jahr d. Beteiligung .. | 261 |
| Abbildung 67: Vergleich PU vs. RM Beschäftigung nach Jahr der Beteiligung | 275 |
| Abbildung 68: Vergleich PU vs. RM Beschäftigung nach Kalenderjahr | 276 |
| Abbildung 69: Vergleich PU vs. RM Umsatz nach Jahr der Beteiligung | 277 |
| Abbildung 70: Vergleich PU vs. RM Umsatz nach Kalenderjahr..... | 277 |
| Abbildung 71: Subjektives Wachstum und Internationalisierung seit Einstieg..... | 279 |
| Abbildung 72: Strategische Veränderungen seit Einstieg des PE-Investors | 280 |
| Abbildung 73: Subjektiv empfundener Wertbeitrag des PE-Investors..... | 281 |
| Abbildung 74: Subjektive Auswirkungen des PE-Investors auf Internationalisierung..... | 284 |
| Abbildung 75: Veränderung der Bedeutung der Markteintrittsformen seit Einstieg..... | 285 |
| Abbildung 76: Finanzierungsfunktion Wachstum und Internationalisierung | 287 |
| Abbildung 77: Governance Auswirkungen auf Wachstum und Internationalisierung | 289 |
| Abbildung 78: Monitoring und Auswirkungen auf Wachstum und Internationalisierung .. | 291 |
| Abbildung 79: Value-Added-Services Wachstum und Internationalisierung | 292 |
| Abbildung 80: Zusammenfassende Darstellung des Wirkungsmodells..... | 295 |
| Abbildung 81: Auswirkungen auf Internationalisierung High vs. Low Performer..... | 301 |
| Abbildung 82: Strategische Veränderungen seit Einstieg Low vs. High Performer | 302 |
| Abbildung 83: Vertragliche Governance bei High Performer und Low Performer..... | 304 |
| Abbildung 84: Value-Added-Services bei High Performer vs. Low Performer | 305 |
| Abbildung 85: Zusammenfassung des umfassenden PE-Wirkungsmodells..... | 318 |
| Abbildung 86: Ganzheitliche Betrachtung der Unternehmensinternationalisierung..... | 327 |

Tabellenverzeichnis

| | |
|---|-----|
| Tabelle 1: Idealtypische Gegenüberstellung PE i.e.S. und VC | 28 |
| Tabelle 2: Differenziertes Begriffsverständnis von PE und VC | 31 |
| Tabelle 3: Praktisches Begriffsverständnis von PE und VC..... | 31 |
| Tabelle 4: Idealtypische Gegenüberstellung Beteiligungs- und Kreditfinanzierung..... | 42 |
| Tabelle 5: Idealtypische Kapitalisierungssätze von PE-Fonds nach Finanzierungsphasen..... | 65 |
| Tabelle 6: Exit-Kanäle, Vor- und Nachteile sowie Häufigkeiten in Europa 2008 | 79 |
| Tabelle 7: Renditeforderung und erwartetes Verlustrisiko nach Finanzierungsphasen..... | 81 |
| Tabelle 8: Studien zu Werttreibern von PE-Fonds..... | 100 |
| Tabelle 9: Studien zur Risikodiversifikation durch PE-Fonds | 106 |
| Tabelle 10: Vorteile subjektiver und objektiver Wirkungsmaße | 137 |
| Tabelle 11: Operationalisierung und Benennung der Primär-Variablen | 219 |
| Tabelle 12: Operationalisierung und Benennung der Sekundär-Variablen..... | 224 |
| Tabelle 13: Grundgesamtheit und Rücklaufquoten vergleichbarer PE-Impact-Studien..... | 233 |
| Tabelle 14: Deskriptive Auswertung der PU Unternehmensdaten | 236 |
| Tabelle 15: Zusammenfassung der Regressionsmodelle PE vs. Datenbank Matches..... | 266 |
| Tabelle 16: Gegenüberstellung unzufriedene PU und zufriedene PU | 283 |
| Tabelle 17: In-Sample-Regressionsmodelle Beschäftigungs- und Umsatzwachstum | 309 |
| Tabelle 18: Zusammenfassung Mittelwertdifferenzen nach Vergleichsgruppen | 323 |
| Tabelle 19: Variablenverzeichnis und Beschreibung | 349 |

1. Einleitung

Die vorliegende Dissertation befasst sich mit dem Einsatz von Private Equity (i.w.F. PE) in späteren Phasen der Unternehmensentwicklung. Hierbei sollen insbesondere Antworten auf die Frage gegeben werden, ob und wie diese besondere Investorenklasse das Wachstum und die Internationalisierung der finanzierten Portfoliounternehmen (i.w.F. PU) beeinflusst. Den regionalen Bezugsrahmen der Untersuchung liefert hierbei der österreichische PE-Markt.¹

Bevor aber tiefer auf die Grundlagen von PE (Kapitel 2) eingegangen wird, soll eingangs die realwirtschaftliche Relevanz der Thematik umrissen werden (Unterkapitel 1.1). Als direkte Konsequenz derselben ergibt sich sodann die konkrete Zielvorgabe bzw. die Forschungsfrage der vorliegenden Dissertation (Unterkapitel 1.2), die ihrerseits wieder den Aufbau der Dissertation (Unterkapitel 1.3) und die methodische Vorgehensweise (Unterkapitel 1.4) vorgibt.

1.1. Realwirtschaftliche Relevanz der Thematik

Die vorliegende Dissertation setzt an einem in der Öffentlichkeit sehr kontrovers diskutierten realwirtschaftlichen Phänomen an. Der politische Diskurs über PE-Fonds lässt hierbei oft jegliche Differenzierung vermissen und etikettiert PE-Investoren undifferenziert mit plakativen, wertenden Assoziationen als „Heuschrecken“.² Verleitet durch die populistische Instrumentalisierung interpretiert auch die breite Öffentlichkeit die hohen Renditen von PE-Fonds oftmals als Zeichen für einen ungerechtfertigten Vermögenstransfer zu Ungunsten des PU. Demgegenüber stehen PE-Branchenvertreter, welche nicht müde werden, die Renditen mit dem Hinweis auf die erbrachten Mehrwertleistungen und das hohe übernommene Risiko der Beteiligungen zu rechtfertigen.

1 Genauer gesagt bildet der PE Markt im engeren Sinne den zentralen Betrachtungsgegenstand wodurch Frühphasenfinanzierungen und der VC Markt ausgeschlossen sind. Für eine begriffliche Abgrenzung seien Leserinnen und Leser auf Unterkapitel 2.2.2 verwiesen.

2 Strack (2006) S.1, Davis et al. (2008) S.43, Gleißner und Schaller (2008) S.25 oder Lutz und Achleitner (2009) S.2.

Im Zentrum dieser Dissertation steht somit das Spannungsfeld zwischen

- operativer Wertgenerierung des Investors am PU einerseits und der
- Renditemaximierung durch den Investor andererseits.

PE und Venture Capital (i.w.F. VC) Fonds sind die wichtigsten Akteure auf dem organisierten Markt für außerbörsliches Beteiligungskapital und sind in der Lage, vielversprechenden Unternehmen, welchen der Gang an die Börse nicht offensteht³ oder welche diesen nicht wünschen, größere Mengen an risikotragfähigem Kapital zur Verfügung zu stellen. Trotz ihrer unbestrittenen praktischen Bedeutung haben PE-Investoren noch nicht in gebührendem Maße Beachtung in der zeitgenössischen Forschung gefunden.⁴ Besonders verwunderlich erscheint diese Tatsache vor dem Hintergrund, dass risikotragfähiges Kapital, nicht zuletzt durch die verschärften Eigenkapitalunterlegungsvorschriften und die seit der Finanzkrise restriktivere Kreditvergabe von Banken⁵, an Bedeutung gewinnt. Der Zugang zu Fremdkapital, insbesondere für KMU, wird erschwert⁶ und auch bestehende Kreditlinien werden zumeist nur unter schlechteren Kreditkonditionen bedient. Auch die jüngsten Turbulenzen auf den internationalen Finanzmärkten und die anhaltende „Börsenflaute“ stellen die Unternehmensfinanzierung vor Herausforderungen, die mit den bewährten Mitteln der oft zitierten österreichischen „Fremdkapitalkultur“⁷ nicht mehr zu bewältigen sind. In vielen Fällen führt dies da-

3 Von den insgesamt 28.882 PE-finanzierten PUs in Europa sind ca. 86% von einer Größe unter 200 Mitarbeiter/innen. Vgl. Achleitner und Klöckner (2005) S.141.

4 vgl. Landau (2010) S.3f. Diese Vernachlässigung ist insbesondere in der zeitgenössischen International Business-Forschung eklatant, wie in Unterkapitel 2.1 noch ausführlich diskutiert werden soll.

5 Im Jahr 2010 sank die Kreditvergabe an europäische Unternehmen das zweite Jahr in Folge. Vgl. Europäische Zentralbank (2011) S.48. Die Vergabe von LBO-Senior Loans durch Banken kam im Zuge der Finanzkrise fast vollständig zum Stillstand und sank von weltweit 355 Mrd. EUR in 2007 auf nur 23 Mrd. EUR in 2009. Erst im ersten Halbjahr 2010 erfolgte eine leichte Erholung mit einem Vergabevolumen von 45 Mrd. EUR. Vgl. EVCA (2010a) S.9.

6 Eine, insbesondere in der populärwissenschaftlichen Literatur, fast schon dogmatische Rolle bei der Verschlechterung der Finanzierungssituation von KMU wird den Basler Akkorden I bis III und den Solvency Richtlinien I und II zugeschrieben, wengleich ein eindeutiger empirischer Nachweis dieses Zusammenhanges vorerst noch ausbleibt. Vgl. Altman und Sabato (2005) S.33f. Zu den Basler Akkorden siehe beispielsweise Parlamentarischer Finanzausschuss (2006) S.28ff.

7 Lenzing (1997) S.131.

zu, dass betriebliche Investitionen in die Erschließung neuer Märkte mangels risikotragfähigen Kapitals unterbleiben müssen.⁸

Dem steigenden Bedarf an Risikokapital seitens der Unternehmen steht aber auch ein gestiegenes Angebot an PE gegenüber. Während im Jahr 1997 noch 61 Mio. EUR an Kapital von österreichischen Fonds eingeworben wurden, stieg die Kapitalakquise (i.w.F. *Fundraising*)⁹ in den folgenden 10 Jahren auf 508 Mio. EUR¹⁰, was einer jährlichen Steigerungsrate von fast 24% entspricht.¹¹ Weltweit entsprach das Wachstum der PE-Industrie im gleichen Zeitraum 20% jährlich und erreichte im Jahr 2008 die Rekordsumme von 554 Mrd. USD an verwaltetem Fondsvermögen.¹²

Insgesamt beschäftigen weltweit 4.500 PE-Unternehmen geschätzte 65.000 Personen.¹³ 2009 waren PE-Investoren an mehr als 35 % der weltweiten Unternehmensübernahmen beteiligt.¹⁴

Wie aus Abbildung 1 ersichtlich, ist auch auf europäischer Ebene ein klarer, langfristiger Aufwärtstrend von PE zu verzeichnen, der erst 2008 durch die Turbulenzen auf den internationalen Finanzmärkten gebremst wurde.¹⁵

8 vgl. Ewing et al. (2010) S.1f.

9 Wie in Unterkapitel 2.2 später noch ausführlicher diskutiert wird, ist die PE-Begriffswelt stark von der englischsprachigen Praxis geprägt. Viele der englischsprachigen Begriffe weisen kein ausreichend etabliertes deutschsprachiges Äquivalent auf und werden daher in der Arbeit übernommen und kursiv dargestellt. Wenn möglich bzw. sinnvoll werden die deutschsprachigen Begriffe verwendet.

10 AVCO (2009). Fundraising Daten werden jährlich von der Austrian Venture Capital and Private Equity Organization publiziert.

11 In den Jahren 2008 und 2009 konnten zwar durch die akute Krise auf den Finanzmärkten nur mehr 248,3 Mio. EUR bzw. 287,3 Mio. EUR eingeworben werden, es wird aber erwartet, dass sich der Aufwärtstrend vor der Krise in den kommenden Jahren fortsetzen wird. Vgl. Friedman (2010) S.16.

12 vgl. Friedman (2010) S.12.

13 vgl. Friedman (2010) S.13.

14 vgl. Teut (2009) S.1.

15 In Deutschland betrug der Rückgang während der Krise fast 80% des Geschäftes. Im zweiten Halbjahr 2009 setzte die Erholung ein und hält bis heute stabil an, wengleich das Investitionsniveau vor der Finanzkrise noch lange nicht erreicht wurde. Vgl. BVK (2010) S.2.

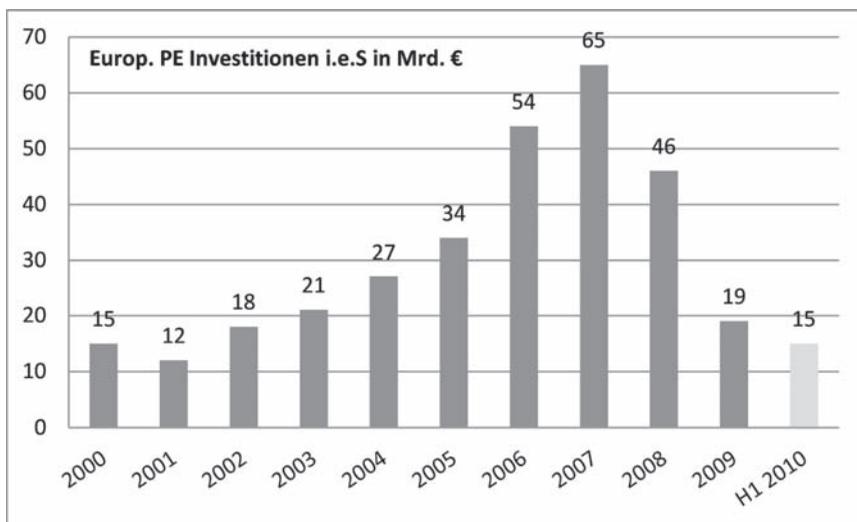


Abbildung 1: Entwicklung Investitionsvolumen PE-Fonds in Europa (excl. VC)

Quelle: EVCA (2010a) S.23

Außerdem besteht ein anhaltender Trend zu immer größeren PE-Investitionen. Während das investierte Kapital bis in die Krisenjahre 2008 und 2009 kontinuierlich anstieg, fand im gleichen Zeitraum eine ebenso stetige Abnahme der Anzahl der getätigten Investitionen statt.¹⁶

Die im Lissabon Vertrag festgelegten Ziele zur Förderung von Risikokapital sowie die darauf basierenden Maßnahmen zur Vereinfachung grenzüberschreitender PE-Investitionen stellen ein eindeutiges Bekenntnis der Europäischen Union zur Förderung dieser Finanzierungsform dar.¹⁷ Auch im Rahmen des *World Economic Forums* wurden PE-Fonds

16 Während im Jahr 2000 35 Mrd. EUR (incl. VC) in mehr als 10.000 europäische Unternehmen ausgeschüttet wurden, teilten sich im Jahr 2007 nur knapp 5.500 Unternehmen 72,9 Mrd. EUR. Vgl. EVCA (2009a) S.18.

17 Für Details über die Gemeinschaftsinitiativen seien Leserinnen und Leser auf Europäische Kommission (2006a) S.4 und Europäische Kommission (2007b) verwiesen. Weiters startete die Europäische Kommission 2008 im Rahmen des siebten Rahmenprogrammes mit VICO ein europaweites Forschungsförderungsprogramm zur Förderung von PE und VC. Vgl. VICO (2010).

und deren finanzwirtschaftliche Rolle mittlerweile zum dritten Mal thematisiert.¹⁸

Trotz dieser überwiegend positiven Einstellung zu Risikokapitalgebern seitens der internationalen Entscheidungsträger wird die öffentliche Debatte über die gesellschaftliche und wirtschaftliche Erwünschtheit von PE-Investoren äußerst kontrovers geführt.¹⁹ Grund hierfür ist nicht zuletzt, dass die wissenschaftliche Forschung über die konkreten Auswirkungen von PE auf ihre PU und die Wirtschaft im Allgemeinen noch eher spärlich und undifferenziert ist²⁰, woraus bereits eine Zielvorgabe der Dissertation im anschließenden Unterkapitel 1.2 ausformuliert werden kann.

1.2. Zielvorgabe und Forschungsfrage der Dissertation

Im Rahmen dieser Dissertation soll eine Antwort auf die Frage gegeben werden, ob und wie PE-Investoren das Wachstum und die Internationalisierung ihrer PU beeinflussen. PE unterscheidet sich in vielerlei Hinsicht von anderen Fremd- oder Eigenkapitalfinanzierungsformen²¹. Den erhöhten Renditeforderungen der PE-Investoren steht ein aktives Beteiligungsmanagement gegenüber.²² Mittels

- intensiver Überwachung (i.w.F. *Monitoring*),
- wachstumsorientierten vertraglichen Anreiz- und Organisationsstrukturen (i.w.F. vertragliche *Governance*) sowie

18 Die im Rahmen dieses Forums entstandenen Global Economic Impact of Private Equity Reports sind auf der Homepage verfügbar. Vgl. World Economic Forum (2008), World Economic Forum (2009) und World Economic Forum (2010).

19 So veröffentlichten beispielsweise Van den Burg und Rasmussen (2007) für die Socialist Group in the European Parliament 2007 einen außerordentlich kritischen Beitrag zur PE-Industrie. Eine weitere kritische Betrachtung stellt die Studie der Financial Services Authority (2005) in Großbritannien dar.

20 Insbesondere der Effekt, den PE-Finanzierungen auf die Internationalisierung der PU haben, ist noch weitgehend unerforscht. Vgl. Lockett et al. (2008) S.39f.

21 Für eine kontextuelle Einbettung von PE in die Finanzierungsartensystematik seien Leserinnen und Leser auf Unterkapitel 2.3.2 verwiesen.

22 vgl. Sapienza (1992) S.21ff oder etwa Bertoutsos et al. (2007) S.2.

- zusätzlichen außerordentlichen Dienstleistungen (i.w.F. *Value-Added-Services*)²³

versuchen Investoren über eine begrenzte Beteiligungsdauer eine realisierbare Wertsteigerung in dem Unternehmen zu generieren. Diese kann unterschiedliche Gründe haben und wird von dem PE-Investor im Rahmen der Veräußerung der Beteiligung (i.w.F. *Exit*) realisiert. Einen wichtiger Werttreiber²⁴ stellt das heimische und insbesondere das internationale Unternehmenswachstum dar.

Ziel der vorliegenden Dissertation ist es, die unterstellte Wachstums- bzw. Internationalisierungswirkung auf Unternehmensebene einer empirischen Überprüfung zu unterziehen.²⁵ Im Zentrum der Betrachtung stehen hierbei die Auswirkungen auf das Wachstum und die Internationalisierung der finanzierten PU.²⁶ Demzufolge ergeben sich zwei quantitativ-konfirmatorische Forschungsfragen:

- Haben PE-Investoren einen messbaren Einfluss auf das Wachstum der finanzierten PU?
- Haben PE-Investoren einen messbaren Einfluss auf die Internationalisierung der finanzierten PU?

Aus wissenschaftstheoretischer Perspektive wird in diesem Abschnitt der Ansatz des kritischen Rationalismus²⁷ vertreten. Es wird der Versuch gemacht, auf möglichst rationale und methodisch strukturierte Weise positive wie auch negative Befunde für die Wirkungshypothese zu fin-

23 Die einzelnen Elemente des Beteiligungsmanagements werden im Rahmen des Wirkungsmodells in Kapitel 4.3 eingehender diskutiert. Zu den wichtigsten Beiträgen hierzu gehören Lerner (1995) zum Thema Monitoring, Kaplan und Strömberg (2004) zum Thema Anreizstrukturen und Vertragsgestaltung und Busenitz et al. (2004) zum Thema Value-Added-Services.

24 Für eine eingehendere Diskussion unterschiedlicher Werttreiber seien Leserinnen und Leser auf Unterkapitel 2.4.2.2 verwiesen.

25 Eine modelltheoretische Überprüfung auf volkswirtschaftlicher Ebene liefert Ernst (2010) in seiner Dissertationsschrift.

26 Demgegenüber steht eine Reihe von Studien, die das Internationalisierungsverhalten von PE-Fonds untersucht. Siehe hierzu beispielsweise Patricof (1989), Baygan und Freudenberg (2000), Dixit und Jayaraman (2001), Wright et al. (2002), Zhang (2002), Hall und Tu (2003), Maula und Mäkelä (2003), Pruthi et al. (2003), Mäkelä (2004), Guler und Guillien (2005), Bruton et al. (2005), Wright et al. (2005), Lockett et al. (2006), und jüngst Madhavan und Iriyama (2009).

27 Für weitere Ausführungen zum wissenschaftstheoretischen Paradigma des kritischen Rationalismus siehe Popper (1971), Popper (1974) sowie Popper (1979).

den, ohne aber – im Sinne des Wahrheits- bzw. Erkenntnis skeptizismus – die Möglichkeit einer alternativen Erklärung auszuschließen.²⁸ Ziel ist weniger ein zweifelsfreier Nachweis, als eine möglichst rationale Approximation an die Wirklichkeit.²⁹ Wichtig ist auch anzumerken, dass der angestrebte Befund nicht Ausgangspunkt für normative Aussagen im Sinne einer Erfolgsfaktorenforschung³⁰ sein soll, sondern sich einer subjektiv wertenden Interpretation vollends entzieht. Dementsprechend sollen auch keine normativen Implikationen aus den Ergebnissen der Forschung abgeleitet werden, sondern lediglich die Überlegungen zur Verwertung der Erkenntnisse in Bezug auf Forschung, Unternehmenspraxis und Gesetzgeber angestellt werden.

Über diesen konfirmatorischen Befund hinaus, setzt sich die Arbeit zum Ziel, die konkreten Wirkungsmechanismen – positiv oder negativ – zu erforschen. Es ergeben sich daher, analog zu den beiden quantitativ orientierten Fragestellungen, zwei qualitativ-explorative Forschungsfragen:

- Welche konkreten Wirkungszusammenhänge oder -instrumente lassen sich identifizieren und wie sehen deren konkrete Einflüsse auf die PU aus?
- Welches sind die entscheidenden Wirkungsdeterminanten und wie lässt sich die Wirkung auf das Unternehmenswachstum und die -internationalisierung erklären?

Aus wissenschaftstheoretischer Sicht wird in diesem zweiten Abschnitt ein vorwiegend interpretativ-pragmatischer Ansatz³¹ gewählt. Es wird der Versuch gemacht, die komplexe Realität der Investor – PU-Beziehung in vereinfachter Form fassbar zu machen, ihre „*innere Logik*,

28 Dementsprechend weist die empirische Analyse ein mehrstufiges Design auf. Es werden unterschiedliche Qualitäten von Daten (primär und sekundär), unter Zuhilfenahme unterschiedlicher Analysemethoden und unter Verwendung multipler Vergleichswerte (objektive, subjektive), analysiert. In Summe sollen die inkrementellen Befunde eine möglichst valide Beurteilung der Wirkungshypothese ermöglichen.

29 vgl. Schüleln und Reitze (2002) S.149.

30 Der Autor stimmt hierbei dem von Nicolai und Kieser (2002) geäußerten Skeptizismus gegenüber der praxisorientierten Erfolgsfaktorenforschung zu.

31 So wird in diesem Abschnitt auch bewusst das Objektivitätskriterium kritisch rationaler Forschung aufgeweicht und es werden auch subjektive Einschätzungen der PU Vertreter/innen herangezogen.

*Dynamik und Widersprüche*³² zu untersuchen. Der Anspruch auf Objektivität, Eindeutigkeit oder gar Verallgemeinerbarkeit steht hierbei weniger im Mittelpunkt, als der Versuch, aus den Abweichungen zwischen Theorie und eigener Interpretation Möglichkeiten für neue Erkenntnis oder theoretische Erweiterungen zu identifizieren.³³

Abbildung 2 stellt die beiden Forschungsfragen und deren komplementäre Untersuchungsansätze noch einmal grafisch dar.

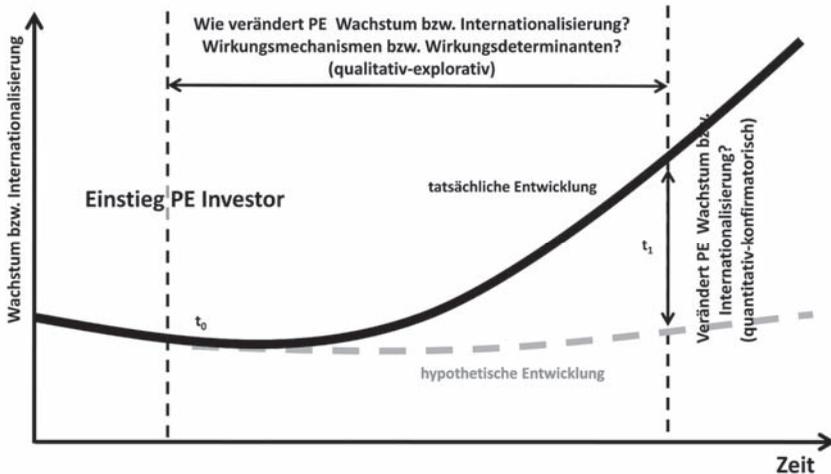


Abbildung 2: Grafische Darstellung der Forschungsfragen

Beiden Forschungsfragen ist gemein, dass Wachstum und Internationalisierung der PU im Zeitablauf untersucht werden. Erstere, überwiegend konfirmatorische Forschungsfrage macht es sich zum Ziel, die hypothetische „Was-wäre-wenn-Frage“ zu beantworten, ob sich ein PU ohne Einstieg des PE-Investors anders entwickelt hätte, als es tatsächlich eingetreten ist. Klarerweise scheitert diese Beantwortung an der Unbeobachtbarkeit des „Wenn-Zustandes“, weshalb sich die Untersuchung statistischer

32 Schüleln und Reitze (2002) S.214.

33 Nicht zuletzt erfüllt die Ergänzung der konfirmatorischen Studie um eine qualitative Perspektive aber auch einen kritisch rationalen Zweck, indem sie explorativ Hinweise für mögliche alternative Erklärungen des konfirmatorischen Befundes liefern kann (Fallibilismus). Vgl. Meidl (2009) S.130.

und konzeptioneller Approximationen dieses alternativen Vergleichsfall es bedienen muss. Die zweite Forschungsfrage betrachtet den Wachstumsprozess und untersucht diesen unabhängig von der Alternative „Wenn“. Im Zentrum stehen die Fragestellungen, wie und unter welchen Kontingenzbedingungen ein PE-Investor einen Beitrag zum Wachstum und zur Internationalisierung des PU leisten kann³⁴. Im folgenden Unterkapitel 1.3 soll der zur Beantwortung dieser Forschungsfragen gewählte Aufbau der Arbeit vorgestellt werden.

1.3. Aufbau der Dissertation

Die vorliegende Dissertation besteht im Wesentlichen aus sechs aufeinander aufbauenden Blöcken. Diesen entsprechen sechs Überkapitel, welche in Abbildung 3 illustrativ dargestellt werden. Unter den Blöcken werden weiters die jeweiligen in diesem Überkapitel besprochenen Inhalte, die konzeptionelle Betrachtungsebene und die Zielsetzung des Kapitels angeführt. Auf diese Weise soll der logische, schrittweise Aufbau der Arbeit dargestellt werden: Nach einer breiten gesamtwirtschaftlich kontextuellen Betrachtung des Forschungsvorhabens (Kapitel 1) nähert sich der Untersuchungsfokus im Zuge des Literaturteiles (Kapitel 2 bis 3) sukzessive der engen Forschungsfrage, welche sodann in der empirischen Wirkungsanalyse (Kapitel 5) beantwortet wird. In der abschließenden Conclusio (Kapitel 6) kehrt die Betrachtungsebene wieder zur anfänglichen Makro-Perspektive zurück, um mit den Implikationen der Arbeit für Forschung und Praxis abzuschließen.

Im Detail wird die einführende Vorstellung der Dissertation (Kapitel 1) im Anschluss an dieses Unterkapitel durch eine Darstellung der methodischen Vorgehensweise (Unterkapitel 1.4) komplettiert.

³⁴ Eine ausführliche Diskussion zu Methodendualismus und zu den methodischen Implikationen quantitativer und qualitativer Sozialforschung liefert Lamnek (1993) S.39f und S.218ff.

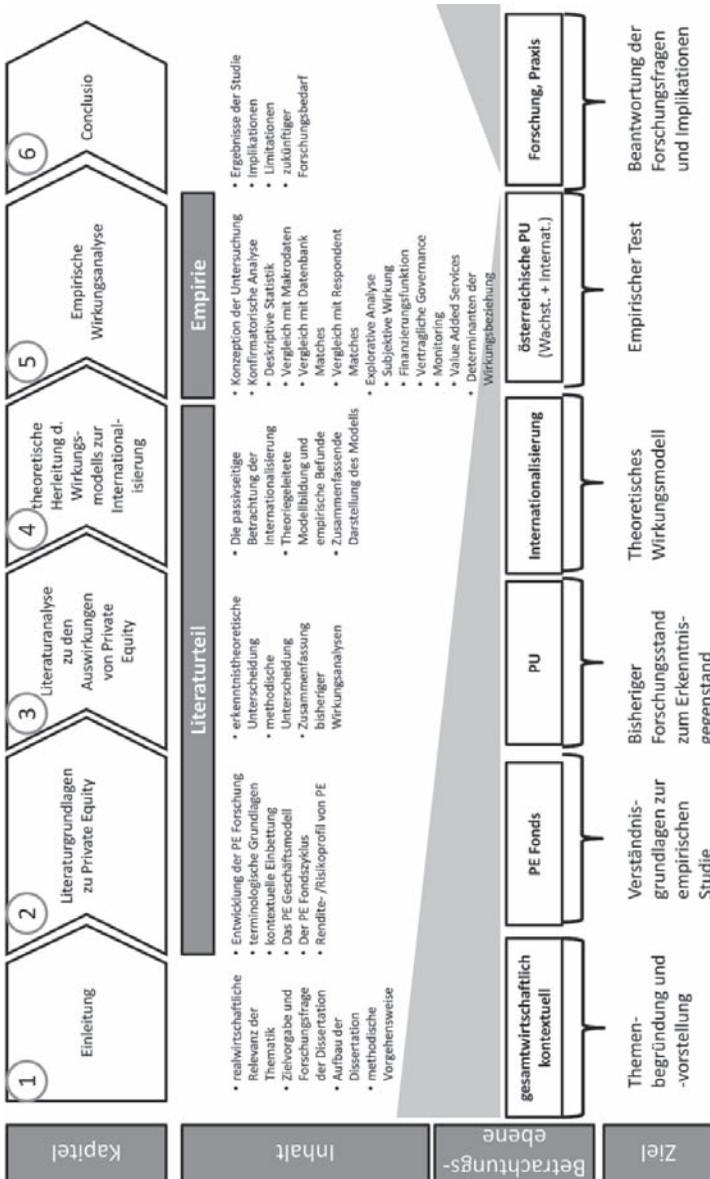


Abbildung 3: Aufbau und Inhalt der Dissertation

Das folgende Kapitel 2 stellt eine ausführliche Literaturanalyse zu PE-Investoren dar und liefert somit die Grundlagen zum Verständnis der Kapitalgeberseite. Aufbauend auf einer wissenschaftshistorischen Betrachtung der PE-Forschung (Unterkapitel 2.1) werden PE-Investoren definiert und gegenüber ähnlichen Kapitalgebern abgegrenzt und kategorisiert (Unterkapitel 2.2). Nach den terminologischen Grundlagen soll der Forschungsgegenstand in den finanzierungstheoretischen und marktlichen Kontext eingebettet werden (Unterkapitel 2.3). Den zentralen und wichtigsten Teil dieses Überkapitels bildet die systematische Analyse des PE-Geschäftsmodells (Unterkapitel 2.4). Darin werden anhand des PE-Fondszyklus zuerst chronologisch und dann unter Rendite- und Risikogesichtspunkten jene konstitutiven Merkmale erarbeitet, die zum Verständnis der Wirkungsbeziehung seitens des PE-Investors unerlässlich sind. Im Zuge der Diskussion soll Schritt für Schritt auf den engen Analyserahmen, der durch die Forschungsfrage vorgegeben ist, hingeleitet werden.

Aufbauend auf den investorensseitigen Literaturgrundlagen erfolgt in Kapitel 3 der perspektivische Wechsel auf die Ebene der PU. Einleitend liefert ein erkenntnistheoretischer Diskurs (Unterkapitel 3.1) die Grundlage für einen umfassenden Überblick der Ergebnisse vergangener konfirmatorischer Wirkungsanalysen (Unterkapitel 3.2). Hierbei wird nach methodischen Kriterien differenziert und es werden anhand bestehender Studien die konkreten Probleme der Wirkungsmessung in diesem speziellen Forschungsfeld diskutiert. Im Anschluss daran werden die spärlichen explorativen Beiträge vorgestellt und diskutiert (Unterkapitel 3.3). Abgeschlossen wird die PU-seitige Literaturanalyse durch eine systematische Zusammenfassung der Ergebnisse (Unterkapitel 3.4).

In Kapitel 4 wird sodann der Fokus noch enger gezogen und die Unternehmensinternationalisierung als konkrete Wirkungsausprägung des PE-Investors betrachtet.³⁵ Konzeptionell handelt es sich hierbei um eine explizite Betrachtung der passivseitigen bzw. finanzierungstheoretischen Implikationen der Unternehmens-internationalisierung. Angesichts der

35 Hierbei wird gezeigt, dass es sich bei Internationalisierung um einen Sonderfall des grenzübergreifenden Unternehmenswachstums handelt, welches zusätzlichen höhergradigen Risiken und somit auch zusätzlichen Anforderungen an das betriebliche Finanz- und Risikomanagement unterliegt.

eklatanten Vernachlässigung derartiger Fragestellungen in der zeitgenössischen *International Business*-Forschung wird dem Kapitel ein wissenschaftstheoretischer Exkurs vorangestellt (Unterkapitel 4.2). In Unterkapitel 4.3 wird auf den engen Untersuchungsfokus zurückgekehrt, um sodann ein umfassendes Wirkungsmodell aufzustellen³⁶. Zweck ist die konzeptionelle Abbildung der komplexen Beziehung zwischen PE-Investor und PU und die Formulierung von Teilhypothesen. Angesichts der spärlichen empirischen Befunde und der theoretischen Vernachlässigung wird hierbei sowohl theorie- als auch empiriegeleitet vorgegangen.

Die empirische Wirkungsanalyse in Kapitel 5 stellt das Gegenstück zur Literaturanalyse dar. Eingang findet eine ausführliche Beschreibung der konzeptionellen Vorgehensweise statt (Unterkapitel 5.1), welche gemäß der zweistufigen Forschungsfrage in einer konfirmatorischen Analyse (Unterkapitel 5.2) und einer explorativen Analyse mündet (Unterkapitel 5.3). Im Sinne eines methodenpluralistischen Ansatzes erfolgt der Vergleich auf mehreren unterschiedlichen Ebenen und unter Zuhilfenahme unterschiedlich erhobener Vergleichswerte. Ziel ist es, die Schwächen einer methodischen Herangehensweise durch die Validierung mittels anderer, möglichst unabhängiger Mess- und Auswertungsverfahren zu reduzieren. In seiner Gesamtheit soll das sechsstufige Untersuchungsdesign einerseits eine möglichst hohe Validität der konfirmatorischen Ergebnisse und andererseits eine umfassende explorative Erforschung der Wirkungszusammenhänge ermöglichen³⁷. Abgeschlossen wird die empirische Betrachtung durch eine verdichtende Zusammenfassung der Ergebnisse in (Unterkapitel 5.4).

Die Diskussion der Forschungsergebnisse erfolgt abschließend in Kapitel 6. Hier werden die Ergebnisse des Literatururteils (Unterkapitel 6.1) und der Empirie (Unterkapitel 6.2) zusammengeführt und daraus Überlegungen zur Verwertung der Erkenntnisse in Bezug auf Forschung, Un-

36 Ziel des Modells ist eine möglichst umfassende und holistische Systematisierung der unterschiedlichen Wirkungsmechanismen.

37 Flick (2006) S.330f spricht in Anlehnung an Denzin (1989) S.237ff von „Daten-Triangulation“ und „methodologischer Triangulation“ zur Erhöhung der Validität der Ergebnisse. In der vorliegenden Studie sollen sowohl Primärdaten, als auch Sekundärdaten sowie qualitative Methoden als auch quantitative Methoden kombiniert werden, um eine möglichst hohe Validität der Aussagen erreichen zu können.

ternehmenspraxis und Gesetzgeber angestellt werden (Unterkapitel 6.3). Dem folgt eine abschließende Beantwortung der Forschungsfragen (Unterkapitel 6.5), aber nicht ohne zuvor auf die methodischen Limitationen (Unterkapitel 6.4) der eigenen Arbeit hingewiesen zu haben.

1.4. Methodische Vorgehensweise

Wie bereits eingangs erwähnt liegt der Untersuchung ein methodenpluralistischer Ansatz zugrunde. Unter einer detaillierten Betrachtung ergibt sich eine zweiteilige Methodik mit insgesamt sechs Unterebenen der Untersuchung:

- konfirmatorische Wirkungsanalyse (i.w.F. *Impact*-Analyse)
- deskriptive Auswertung der Stichprobe PE-finanzierter Unternehmen
- Vergleich mit makro-ökonomischen Vergleichswerten (*Industry Adjustment Approach*)
- Vergleich mit einer datenbankgenerierten Vergleichsgruppe (i.w.F. *Matched Sample*)³⁸
- Vergleich mit einer durch die PU identifizierten Vergleichsgruppe (i.w.F. *Respondent Sample*)³⁹
- explorative Analyse
- subjektive Unternehmensbefragung
- Analyse der Wirkungsdeterminanten innerhalb der Stichprobe PE-finanzierter Unternehmen (i.w.F. *In-Sample* Analyse)

Im quantitativ-konfirmatorischen Teil soll, unabhängig von den zugrundeliegenden Wirkungszusammenhängen, ein positiver oder negativer Effekt des PE-Investors auf die PU anhand von Sekundärdaten belegt werden. Um der Problematik der Endogenität⁴⁰ der PU-Stichprobe ent-

38 Hierbei wird jedem PE-finanzierten Unternehmen nach einem vorgegebenen Matchingalgorithmus ein möglichst ähnliches Vergleichsunternehmen zugewiesen.

39 Dem Autor ist keine Studie mit einer derartigen Vorgehensweise bekannt. Der vom Autor gewählte Begriff „Respondent Match“ soll zum Ausdruck bringen, dass hierbei die befragten PU selbst ein mögliches Vergleichsunternehmen identifizieren im Gegensatz zu den aus der Datenbank generierten Datenbank-Matches.

40 Diese ergibt sich aus der gezielten Auswahl überdurchschnittlicher Unternehmen durch den PE-Investor. Für genauere Ausführungen zur Problematik der Endogenität im Rahmen von Impact-Studien siehe Unterkapitel 5.2.2.

gegenzuwirken, erfolgt die Analyse auf mehreren Ebenen. In einem ersten Schritt werden Wachstum und Internationalisierung der 109 PU mit makro-ökonomischen Wachstumskennzahlen auf volkswirtschaftlicher und auf Branchenebene verglichen.⁴¹ In einem zweiten Schritt erfolgt ein Vergleich der 109 PU mit einer aus einer Unternehmensdatenbank generierten Vergleichsgruppe (i.w.F. Datenbank-*Matches*).⁴² Auf diese Weise können verzerrende Branchen-, Größen- und Konjunkturreffekte kontrolliert werden. Der einfache *Matching*-Algorithmus erlaubt aber noch keine vollständige Kontrolle der Endogenität, da die Investitionsentscheidung von PE-Investoren über die verwendeten *Matching*-Kriterien hinaus eine Reihe wichtiger unternehmens- und produktbezogener Eigenschaften beinhaltet, welche in einem mechanistischen *Matching*-Ansatz keine Entsprechung finden können. Um diese schwer messbaren, latenten Eigenschaften zumindest in subjektiver Form berücksichtigen zu können, wurde in der Konzeption der Untersuchung eine dritte Vergleichsebene vorgesehen: Hierbei erfolgt ein Vergleich der PU mit einer Kontrollgruppe, die von den PU selbst im Rahmen der Fragebogenaktion identifiziert wurden⁴³ (i.w.F. *Respondent-Matches*)⁴⁴. Ziel dieser Vorgehensweise ist, auf diese Weise auch subtilere wettbewerbsrelevante Kriterien in den *Matching*-Algorithmus einfließen zu lassen und so die verbleibende Endogenität weiter zu reduzieren, indem noch ähnlichere *Matches* identifiziert werden.⁴⁵

Die explorative Wirkungsanalyse ergänzt die konfirmatorische *Impact*-Studie und beruht auf Primärdaten, die im Zuge einer Telefonerhebung

41 Die makroökonomischen Vergleichsdaten stammen aus dem frei verfügbaren, interaktiven Wirtschafts atlas Österreich der Statistik Austria.

42 Die Informationen zu Datenbank-*Matches* stammen aus den Unternehmensdatenbanken Firmen Compass sowie Amadeus und wurden später um Daten des österreichischen Kreditschutzverband (KSV 1870) ergänzt.

43 Die Unternehmen wurden wörtlich nach dem „Vergleichbarsten Konkurrenten“ in ihrem umsatzstärksten Kernmarkt befragt.

44 Dem Autor ist keine *Impact*-Studie mit vergleichbarer Methodik bekannt.

45 Dem Vorteil des breiteren inhaltlichen Leistungsspektrums in Bezug auf die *Matching*-kriterien steht hierbei der Nachteil gegenüber, dass das *Matching* nicht mehr objektiv nachvollziehbar oder einheitlich erfolgt.

und der Aussendung eines standardisierten Fragebogens an alle österreichischen PU⁴⁶ im Spätphasen-Segment (*later-stage*) gewonnen wurden.

Vorrangiges Ziel der Befragung war es, das theoriegeleitete Wirkungsmodell⁴⁷ von PE-Investoren zu beurteilen und so im Sinne der qualitativ-explorativen Forschungsfrage Rückschlüsse über konkrete Wirkungsmechanismen zu erlangen. Durch die Komplexität des Modells und die hohe Anzahl latenter Variablen, die eine objektive Messung erschweren, wird in diesem Abschnitt das Objektivitätsprinzip zugunsten einer höheren Validität aufgeweicht.

In einem dritten Schritt sollen innerhalb der Stichprobe PU Unterschiede in Bezug auf die Auswirkungen auf Unternehmen aufgezeigt werden. Anhand mehrerer Unterscheidungsmerkmale soll ein differenzierteres Bild der Wirkungsbeziehung gezeichnet werden. So soll etwa analysiert werden, ob innerhalb der Stichprobe österreichischer PU Unterschiede hinsichtlich der Herkunft des Investors, der Anzahl der PE-Investoren und des Ausmaßes der Beteiligung bestehen.

Zusammenfassend ist zu sagen, dass die vorliegende Arbeit sowohl inhaltlich als auch methodisch neue Wege beschreitet. Dem Autor ist keine Studie bekannt, die sich explizit und in diesem Detaillierungsgrad mit der Wirkung von PE-Investoren auf die Internationalisierung der PU beschäftigt. Methodisch stellt vor allem der *Respondent-Match*-Ansatz ein Novum dar und verspricht Rückschlüsse über das Ausmaß an Selbstselektion in vergangenen Wirkungsanalysen. Bevor aber mit der empirischen Untersuchung begonnen werden kann, sollen im folgenden Kapitel 2 die Grundlagen zu PE-Investoren und ihrem Geschäftsmodell aufgearbeitet werden, bevor in Kapitel 3 auf die Ebene der PU gewechselt werden kann.

46 Im Sinne des Forschungsfokus wurden VC-Finanzierungen aus der Untersuchung ausgeschlossen. Außerdem wurde die Stichprobe um Dienstleistungsunternehmen (mit der Ausnahme sog. produktionsnaher Dienstleistungen) bereinigt, da diese einige Besonderheiten im Internationalisierungsprozess aufweisen. Zur Ableitung der studienrelevanten Untersuchungsgruppe siehe auch Unterkapitel 5.1.1.

47 Das Wirkungsmodell wird in Unterkapitel 4.3 sowohl theoriegeleitet als auch auf Basis bestehender empirischer Befunde konzeptioniert.

2. Die Grundlagen von Private Equity (PE)

Für die spätere Diskussion der Auswirkungen von PE auf Ebene der PU ist zuallererst eine Einordnung des Forschungsgegenstandes PE in den wissenschaftlichen Kontext und eine damit einhergehende Abgrenzung des Untersuchungsgegenstandes notwendig. Zuvor aber sollen in Unterkapitel 2.1 noch kurz die Ursprünge der PE-Forschung und ihre Entwicklung dargestellt werden. Daran anschließend erfolgt eine Einordnung des Untersuchungsgegenstandes PE in die Systematik der Finanzierungsinstrumente (Unterkapitel 2.3.2) sowie in den Unternehmenslebenszyklus (Unterkapitel 2.3.1). Nach dieser kontextuellen Betrachtung widmet sich Unterkapitel 2.4 einer detaillierten Beschreibung des PE-Geschäftsmodells. Auf diese Weise sollen die Grundlagen für das Verständnis der später zu untersuchenden Wirkungsbeziehungen geschaffen werden. Diese Betrachtung von PE-Investoren folgt einem zweistufigen Aufbau, in dem sie zuerst den Lebenszyklus eines PE-Fonds darstellt (Unterkapitel 2.4.1) und somit in chronologisch strukturierter Weise die Besonderheiten dieser Investorenklasse dargestellt. Daran anschließend wird das spezielle Rendite- und Risikoprofil von PE-Investitionen (Unterkapitel 2.4.2) diskutiert. Dies ist notwendig, da sich für PE-Investoren über die operative Einflussnahme auf das PU hinaus weitere Möglichkeiten der Renditemaximierung ergeben, die zum Zwecke der späteren Wirkungsanalyse abgegrenzt werden müssen. In seiner Gesamtheit legt Kapitel 2 den Grundstein zum Verständnis des PE-Geschäftsmodells, aus welchem dann in Kapitel 3 die konkreten Auswirkungen auf Unternehmensebene abgeleitet werden sollen.

2.1. Exkurs: Entwicklung der PE-Forschung

Um die wissenschaftlichen Ursprünge und die Besonderheiten der PE-Forschung besser zu verstehen, soll im folgenden Unterkapitel 2.1 ein Blick auf die Ursprünge und die Entwicklung der PE-Forschung geworfen werden. Dieser Exkurs erfolgt bewusst vor der begrifflichen Einordnung und Abgrenzung des Forschungsgegenstandes, da viele der terminologischen Unklarheiten im Bereich PE historisch bedingt sind.

Obwohl seit Mitte des zwanzigsten Jahrhunderts Teil der Finanzierungspraxis, wurde PE erst sehr viel später als eigenständiges Forschungsfeld etabliert. Hierbei wurde aber nicht etwa ein vollkommen

neues Forschungsfeld geschaffen, sondern Anleihen an verwandten Forschungsgebieten genommen. PE ist zwar definitorisch ein der VC-Forschung⁴⁸ übergeordnetes Forschungsfeld, aus wissenschaftshistorischer Sicht handelt es sich jedoch bei der Teilmenge der VC-Forschung um das jüngere Forschungsfeld, welches in Abbildung 4 chronologisch in der rechten Spalte dargestellt wird.⁴⁹ Demgegenüber steht das jüngere Forschungsfeld der *Leveraged Buyout*-Forschung (LBO), welches zu einem großen Teil aus den institutions- und informationsökonomischen Beiträgen entsprang und in Abbildung 4 durch die rechte Spalte repräsentiert wird. Diese Forschung war im Gegensatz zur älteren VC-Forschung weniger durch die Entrepreneurship-Literatur als durch klassische Finanzierungsliteratur geprägt⁵⁰. Gemäß ihrer unterschiedlichen Provenienz prägen beide Forschungsgebiete auch heute noch teilweise unterschiedliche konzeptionelle Ansätze. Abbildung 4 zeigt die beiden wissenschaftlichen Forschungsströmungen und eine Auswahl ihrer zentralen Vertreter/innen sowie ihre Verchmelzung im Rahmen der modernen Forschung zu PE.⁵¹ Die Abbildung illustriert außerdem, dass erst in jüngster Vergangenheit vereinzelt Vertreter/innen der beiden Forschungslinien dazu übergegangen sind, die Auswirkungen von VC- und PE-Investoren auf die Internationalisierung der PU zu untersuchen.

48 Eine Ausführliche historische Darstellung der VC-Forschung liefert Landström (2007) in seinem „Handbook of Research on Venture Capital“. Eine sehr frühe Review zur VC-Forschung lieferte Fried und Hisrich (1988) bereits im Jahre 1988.

49 Die VC-Forschung schließt überwiegend an der Forschung zu Entrepreneurial Finance an und behandelt vor allem Fragestellungen der Gründungsfinanzierung sowie der Innovationsfähigkeit.

50 vgl. Wright (2007a) S.281f. Unter Leveraged Buyout wird der vorwiegend durch Fremdkapital finanzierte Kauf eines kontrollierenden Anteils an einem Unternehmen oder einem Geschäftsbereich verstanden. Ein Leverage Buyout erfolgt oft unter Beteiligung eines PE-Fonds, aber nicht ausschließlich. Vgl. Berg und Gottschalg (2003) S.3. Wright und Robbie (1996a) S.692 verwendet in diesem Fall den Terminus Investor-led Buyout (IBO).

51 Eine Zusammenstellung der wichtigsten wissenschaftlichen Zeitschriften und zeitgenössischen Autor/innen der PE/VC-Forschung findet sich in den Anhängen 1 und 2.



Abbildung 4: Ausgewählte historische Beiträge der VC bzw. PE-Forschung

Im Jahr 1946 wurde die erste VC-Gesellschaft in den Vereinigten Staaten von Amerika gegründet.⁵² Die hohen Renditen der frühen VC-Geber führten zu einem schnellen Anstieg der Anzahl an VC-Gesellschaften und weckten das Interesse der Forscher/innen. Im Laufe der 1980er Jahre erschienen mehrere, vorwiegend deskriptive Beiträge zu VC.⁵³

Gleichzeitig weckte in den späten 1980er Jahren ein weiteres realwirtschaftliches Phänomen das Interesse der Wissenschaft. Galt bis in die späten siebziger Jahre die börsennotierte Gesellschaft als effizienteste Organisationsform, so häuften sich nun in den Vereinigten Staaten sogenannte *Public-to-Private* Transaktionen (Ptp).⁵⁴ Charakteristisches Merk-

52 Bei der Gesellschaft handelte es sich um die American Research and Development Corporation, welche 11 Jahre später durch den Verkauf ihres ersten Investments, der Digital Equipment Corporation, das 110fache ihrer ursprünglichen Einlage erwirtschaftete. Interessanterweise handelte es sich bei der ARDC um einen universitären Spin-off der Universität Harvard. Vgl. Groh (2005) S.26.

53 Unter den ersten deskriptiven Beiträgen waren Tyebjee und Bruno (1984) zum VC-Geschäftsmodell, MacMillan et al. (1985) zu den entscheidungsrelevanten Investmentkriterien von VC-Fonds und Rosenstein (1988) zu den unterschiedlichen Möglichkeiten der aktiven Einflussnahme der Investoren.

54 vgl. Groh (2005) S.26.

mal dieser Transaktionen war der hohe Anteil an Fremdkapital zur Finanzierung der Transaktion bei gleichzeitig hohen Renditen für die Unternehmenseigentümer. Dieser Umstand konnte von der vorherrschenden neoklassischen Finanzierungstheorie nicht ausreichend erklärt werden.⁵⁵ In einem richtungsweisenden Artikel prognostizierte der amerikanische Wissenschaftler Michael C. Jensen 1990 sogar den Niedergang der börsennotierten Gesellschaft und sprach sich für den *Leveraged Buy-out* als effizienteste Organisationsform aus.⁵⁶ In der Zwischenzeit hatten spezialisierte Fondsgesellschaften, die späteren PE-Fonds, das LBO-Modell für sich entdeckt⁵⁷, und es dauerte bis in die späten neunziger Jahre, bis sich die Wissenschaft diesem neuen, aber sehr erfolgreichen PE-Geschäftsmodell widmete.

Abschließend zeigt Abbildung 5 die kumulierte Anzahl der im *Social Science Citation Index*⁵⁸ angeführten wissenschaftlichen Publikationen zu den drei Themengebieten im Zeitablauf.

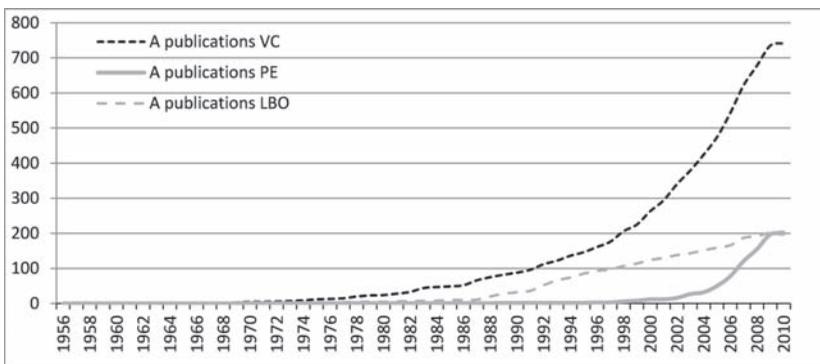


Abbildung 5: Kumulierte Beiträge in akademischen Journals (Stand 01.01.2011)

55 Das Irrelevanztheorem der Kapitalstruktur und die neoklassische Finanzierungstheorie geht auf Modigliani und Miller (1958) zurück.

56 Der vielbeachtete Artikel von Jensen (1989) erschien im Harvard Business Review. Nur wenige Monate später antwortete Rappaport (1990) mit einer Gegendarstellung in derselben Zeitschrift.

57 Durch den späteren Zusammenbruch des Junk Bond Marktes Ende der achtziger Jahre verlagerte sich das Geschäftsmodell dieser Fonds auch auf den Bereich der klassischen Expansionsfinanzierung. Vgl. Groh (2005) S.28.

58 Der Social Science Citation Index ist Teil des ISI Web of Knowledge, welches von Thomson Reuters betrieben wird. Es ist die weltweit führende Zitationsdatenbank mit über 10.000 wissenschaftlichen Zeitschriften und 120.000 Konferenzen.

PE ist folglich das weitaus jüngste Forschungsfeld, weist aber entsprechend seiner steigenden Bedeutung in der Praxis die höchsten Wachstumsraten auf. Auffallend ist außerdem, dass die Forschung zu PE i.e.S. in jüngster Zeit stark von europäischen Forscher/innen dominiert wurde.⁵⁹

Im Gegensatz zu den unterschiedlichen wissenschaftlichen Ursprüngen wurden PE und VC aber beide als Antwort auf realwirtschaftliche Finanzierungsprobleme begründet. Bis heute ist daher ein großer Anteil der Forschung praxisgeprägt, was sich insbesondere an der für deutschsprachige Verhältnisse unscharfen Begriffswelt der wissenschaftlichen Beiträge ablesen lässt,⁶⁰ die im folgenden Unterkapitel 2.2 untersucht werden soll.

2.2. Terminologische Grundlagen von PE

*„Private equity refers to a multitude of investments with varying risk profiles, liquidity requirements and returns.“*⁶¹

2.2.1. Begriffsinhalte

In diesem Zitat weisen Meyer und Mathonet (2005) auf die ausgesprochene Vielfalt des Universums an PE-Investoren hin. Um im Rahmen der Untersuchung zu einem differenzierten Begriffsverständnis zu gelangen, soll daher eine eingehende Analyse und Einordnung des Begriffs erfolgen.

Eine Möglichkeit der Begriffsbildung ist die Anlehnung an die Branchenpraxis und somit an den Dachverband der Europäischen PE-Investoren (EVCA):

„Private Equity provides equity capital to enterprises not quoted on a stock market. Private Equity can be used to develop new products and technologies (also called VC), to expand working capital, to make acquisitions, or to strengthen a company's balance sheet. It can also resolve ownership and management

59 vgl. Landau (2010) S.69.

60 vgl. Schefczyk (2000a) S.17, Fajani (2005) S.17 und Gietl et al. (2008) S.7.

61 Meyer und Mathonet (2005) S.41.

issues. A succession in family-owned companies, or the buyout and buying of a business by experienced managers may be achieved by using PE funding.”⁶²

Im Vordergrund dieser Definition stehen die vielfältigen Einsatzbereiche von PE, einige konstituierende Attribute von PE werden nicht erwähnt. Zwar wird der vorbörsliche Charakter von PE⁶³ im Gegensatz zu Public Equity berücksichtigt, die Definition erlaubt aber keine klare genauere Abgrenzung zu anderen Finanzierungsformen.⁶⁴ Auch die Abgrenzung von VC als PE zur Finanzierung der Entwicklung neuer Produkte und Technologien erscheint wenig sinnvoll, zumal diese Elemente wohl in allen Unternehmensphasen zu finden sind.

Es empfiehlt sich daher, einen Blick in die wissenschaftliche Literatur zu werfen, in der der Begriff PE im engeren Sinne und im weiteren Sinne verwendet⁶⁵ wird.

Definition nach Bader:

„Private Equity ist eine Finanzierungsart, bei welcher nicht kotierten Unternehmen in einer entscheidenden Phase ihrer Entwicklung, ohne ausreichende Sicherheiten, mittel- bis langfristig Kapital und Managementunterstützung zur Verfügung gestellt wird. Zur Realisierung eines dem Risiko entsprechenden Gewinnes besteht von vornherein die Absicht, die Beteiligung wieder zu veräußern.“⁶⁶

Im Gegensatz zur praxisorientierten Definition der EVCA berücksichtigt diese Definition die Langfristigkeit, die geringe Besicherung, die Rendite- bzw. *Exit*-Orientierung und die Managementunterstützung durch den Kapitalgeber. Die Definition eignet sich somit weitaus besser, um PE

62 EVCA (1999) S.12.

63 Eine Ausnahme bilden sogenannte Public-to-private Transaktionen bei der PE-Investoren ausnahmsweise in kotierte Unternehmen investieren. In diesen Fällen treten Sie als Kapitalgeber für das Management auf und erwerben Anteile an der Zielgesellschaft mit dem Ziel, dieses von der Börse zu nehmen. Vgl. Pütter (2006) S.26.

64 Auch Bance (2004) S.2 stellt den vorbörslichen, nicht standardisierten Charakter von PE in den Vordergrund, wenn er PE im weitesten Sinne als „investing in securities through a negotiated process“⁶⁴ beschreibt.

65 vgl. Bader (1996) S.10f, Gietl et al. (2008) S.19 sowie Landau (2010) S.55.

66 Bader (1996) S.10.

von anderen Finanzierungsformen, als etwa herkömmlichen strategischen Beteiligungen, abzugrenzen.⁶⁷

Die relativ breit gehaltene Begrenzung auf eine „entscheidende Phase der Entwicklung des Unternehmens“ entspricht dem Verständnis von PE i.w.S. Sie beinhaltet somit alle Formen von Früh- und Spätphasenfinanzierungen.⁶⁸ Nachteil ist, dass sie dementsprechend keine Differenzierung zwischen VC und PE erlaubt. Im engeren Sinne handelt es sich bei PE jedoch um alle Beteiligungen an etablierten Unternehmen. Hierzu zählen insbesondere Wachstumsfinanzierungen, aber auch Restrukturierungen und die unterschiedlichen Formen von *Buyouts*.⁶⁹

Ein wichtiger Aspekt, der in der Definition von Bader (1996) außer Acht gelassen wird, ergibt sich aus der besonderen Organisationsform der PE-Kapitalgeber. Diese ist notwendig, um PE-Investitionen von privaten und strategischen Beteiligungen abzugrenzen. Im Gegensatz zu diesen Beteiligungskapitalgebern handelt es sich bei PE-Investoren um als Fonds strukturierte, kommerzielle Vermögensverwalter.⁷⁰ Als solche

67 Kritisch anzumerken ist, dass die Definition eine sehr einseitig positive Sichtweise auf das Beteiligungsmanagement der betrachteten Investoren suggeriert, indem sie etwas pauschalisierend die freiwillige Zurverfügungstellung von Managementunterstützung in den Vordergrund rückt, während aber beispielsweise die hohen Kontroll- und Interventionsanforderungen durch PE-Investoren unerwähnt bleiben.

68 vgl. Gietl et al. (2008) S.8.

69 Einige Autor/innen gehen soweit, den PE Begriff noch enger auszulegen und beschränken ihn auf die sogenannte Buyout Finanzierung. Vgl. Becker (2009) S.13. Diese Reduktion auf Buyouts erscheint jedoch unzweckmäßig, da es den großen Bereich der späteren Wachstumsfinanzierung ausschließlich VC-Gebem zuordnen würde, was nicht der Finanzierungspraxis entspricht. Vielmehr geht die überwiegende Mehrzahl der Autor/innen und Praktiker/innen davon aus, dass PE-Fonds i.e.S. im Expansionsbereich tätig sind. In Österreich konzentriert sich die Mehrheit der PE-Investoren sogar auf die Expansionsfinanzierung. Vgl. Janeba-Hirtl und Höbart (2003) S.135.

70 vgl. Pütter (2006) S.27. In der Literatur werden oft auch nicht als Fonds organisierte Beteiligungskapitalgeber, insbesondere Privatpersonen, wie zum Beispiel „Business Angels“ oder vereinzelt sogar „Family Friends and Fools“ Investoren zu PE gezählt. Vgl. Grabherr (2003) S.237. Diese stellen zwar zweifelsohne risikotragfähiges Eigenkapital zur Verfügung, sind aber in ihrer Veranlagungsstrategie und nach ihrem Geschäftsmodell nicht mit institutionellem PE zu vergleichen, weshalb sie nach Meinung des Autors auch definitorisch klar davon abzugrenzen sind.

sind sie spezialisierte Finanzintermediäre⁷¹ und ihrerseits Agenten,⁷² die im Namen ihrer Investoren indirekte Beteiligungen eingehen. Eine letzte notwendige Erweiterung der Definition von Bader (1996) ergibt sich aus der Notwendigkeit, PE-Fonds von nicht renditeorientierten Fonds abzugrenzen,⁷³ welche ein vollkommen anderes Geschäftsmodell bzw. Rendite- und Risikoprofil aufweisen.⁷⁴ Erweitert man Bader (1996) um jene drei Aspekte, ergibt sich die dieser Arbeit zugrundeliegende Definition von PE i.e.S.:

PE ist im engeren Sinne eine Finanzierungsart, bei welcher

- als Fonds organisierte, kommerzielle Finanzintermediäre
- nicht kotierten Unternehmen
- in einer späteren Phase ihres Unternehmenslebenszyklus,
- ohne ausreichende Sicherheiten,
- mittel- bis langfristiges Risikokapital⁷⁵ und
- Managementunterstützung zur Verfügung gestellt wird.
- Der Investor übt hierbei gezielt Einfluss und Kontrolle auf das Unternehmen aus, um so eine Wertsteigerung zu erzielen,
- welche er in Form eines späteren Veräußerungsgewinns lukrieren will.

PE im weiteren Sinne beinhaltet neben PE im engeren Sinne noch das VC-Segment und somit fondsorganisierte Frühphasenfinanzierungen.⁷⁶ Um die Abgrenzung dieser beiden, nur auf den ersten Blick ähnlichen Finanzierungsformen zu erleichtern, soll im folgenden Unterkapitel 2.2.2 eine definitorische Abgrenzung unternommen werden.

71 vgl. Landau (2010) S.20. Fabjani (2005) S.25 unterteilt Funktionen von PE-Investoren in Informationsfunktion, Losgrößentransformation, Fristentransformation, Risikotransformation (Risikoselektion, Risikodiversifikation, Risikoallokation) sowie Haftungsfunktion.

72 vgl. Sahlman (1990) S.1.

73 Bader (1996) S.10 spricht nur davon, dass PE-Investoren die „Absicht haben, die Beteiligung wieder zu veräußern.“

74 Zum PE eigenen Risiko- und Renditeprofil seien Leserinnen und Leser auf Unterkapitel 2.4 und 2.5 verwiesen.

75 Albach et al. (1986) S.166 definiert Risikokapital als „alle Finanzierungsmittel, die sich durch eine fehlende Rückzahlungspflicht, ein fehlendes Kündigungsrecht des Gläubigers, einen ertragsabhängigen Zinsanspruch und eine vorrangige Haftung im Konkursfall auszeichnen“.

76 vgl. Bader (1996) S.7.

2.2.2. Abgrenzung von PE i.e.S. zu Venture Capital (VC)

Wie die wissenschaftshistorische Analyse vermuten lässt, stellt die gegenseitige definitorische Abgrenzung von VC und PE i.e.S. die größte terminologische Herausforderung dar. Hierfür sind dreierlei Gründe anzuführen:

- Zum ersten ist die PE-Forschung noch kein einheitliches autonomes Forschungsgebiet, sondern ein Konglomerat unterschiedlicher Forschungszweige mit unterschiedlichen Forschungsschwerpunkten.⁷⁷
- Zum zweiten sind beide Forschungsfelder vorwiegend praxisgetrieben und weisen daher eine hohe Dynamik der Begriffswelt auf.⁷⁸
- Erschwerend kommt hinzu, dass in der Praxis ein regional differenziertes Begriffsverständnis vorherrscht.⁷⁹

Um schlussendlich zu einer konsistenten Abgrenzung zu gelangen, ist es zuerst notwendig, den Begriff VC zu analysieren und aus anerkannten wissenschaftlichen Definitionen die konstitutiven Merkmale von VC zu destillieren. Auch hierbei soll die Praxis des Europäischen Branchenverbandes (EVCA) den ersten Ansatzpunkt der Analyse liefern.

VC ist demnach:

*„Professional equity co-invested with the entrepreneur to fund an early-stage (seed and start-up) or expansion venture. Offsetting the high risk the investor takes is the expectation of higher than average return on the investment.“*⁸⁰

Analog zur Definition von PE erscheint auch diese Definition wenig geeignet, um VC von PE abzugrenzen⁸¹, weshalb abermals akademisch-wissenschaftliche Literatur herangezogen wird.

⁷⁷ Die wichtigsten Strömungen sind wohl Entrepreneurship Research, Financial Economics, Strategic Management und seit kurzem vereinzelt sozioökonomische Forschung. Vgl. Berg und Gottschalg (2003) S.3, Mäkelä (2004) S.5 sowie Wright (2007a) S.281f. Die unterschiedlichen Forschungsströmungen führten dazu, dass unterschiedliche Forscher/innen unterschiedliche Definitionen bzw. Kriterien zur Differenzierung heranziehen.

⁷⁸ vgl. Gietl et al. (2008) S.7 und Landau (2010) S.19.

⁷⁹ Zum differenzierten Begriffsverständnis folgt Unterkapitel 2.2.4.

⁸⁰ Online Glossar EVCA (2009b).

Definition von Pernsteiner (2003):

Bei VC handelt es sich um:⁸²

- unbefristet⁸³ mit Managementunterstützung zur Verfügung gestelltes, überwiegend gewinnthesaurierendes Eigenkapital,
- das zur Verbesserung der Eigenkapitalausstattung nicht börsennotierter und nicht börsenreifer, junger, in innovativen Branchen tätiger Unternehmen als Minderheitsbeteiligung,
- von VC-Gebern mit zeitlich begrenztem Horizont als Bestandteil eines Beteiligungsportfolios in der Regel als indirekte Beteiligung zur Verfügung gestellt wird.

Die Definition von Pernsteiner (2003) geht weit über die Definition der EVCA hinaus und zeigt die nahe Verwandtschaft von VC und PE. Außerdem berücksichtigt die Definition die Fondsstruktur und die indirekte Natur der Beteiligung.⁸⁴ Leider entspricht aber auch diese Definition in ihrer praktischen Anwendung nicht den idealtypischen Anforderungen einer Abgrenzung von PE i.e.S. nach Maßgabe einer gegenseitig ausschließenden aber kollektiv erschöpfenden Gliederungslogik.⁸⁵ So ist die Begrenzung auf PU mit „*fehlenden Börsenreife*“ wieder zu impraktikabel und teilweise sogar tautologisch, bedenkt man, dass es sich bei der Überkategorie PE i.w.S. definitionsgemäß um außerbörsliches Beteiligungskapital handelt.

Aus diesem Grund erscheint es ratsam, eine Kategorisierung eines Investments oder eines Fonds nicht alleine auf Basis des Entwicklungs-

81 Insbesondere die Formulierung „*expansion*“ führt dazu, dass wohl fast jeder PE-Fonds in diese Kategorisierung fällt.

82 Pernsteiner (2003) S.73 in Fabjani (2005) S.10.

83 Pernsteiner (2003) S.69 weist aber explizit darauf hin, dass „*dies nicht bedeutet, dass der Venture-Capital Geber die Mittel unbefristet zur Verfügung stellt, vielmehr soll das Eigenkapital im Unternehmen (bei durchaus wechselnden Eigentümern) verbleiben.*“ Dies widerspricht somit nicht der Exit-Orientierung von PE, da die Möglichkeit des PE-Fonds gegeben ist, seinen Anteil zu veräußern.

84 Wenngleich auch bei Pernsteiner (2003) S.73 der Aspekt der Renditeorientierung entfällt, der notwendig ist, um VC von den zahlreichen als Fonds strukturierten Förderinstitutionen abzugrenzen.

85 Hiermit ist die idealtypische Eigenschaft einer Kategorisierung gemeint, dass die einzelnen Subkategorien sich untereinander ausschließen (Mutually Exclusive), aber gemeinsam die Gesamtheit abdecken (Collectively Exhaustive). Vgl. Rasiel und Friga (2002) S.3.

standes der finanzierten PU vorzunehmen, sondern das konkrete Geschäftsmodell auf Ebene des Investors in die Klassifizierung als VC oder PE i.e.S. mit einzubeziehen. Aus diesem Grund soll im folgenden Unterkapitel 2.2.3 eine vergleichende Gegenüberstellung der beiden Geschäftsmodelle vorgenommen werden.

2.2.3. Gegenüberstellung von PE i.e.S. und VC

Auch wenn die beiden Geschäftsmodelle eine zeitliche Überschneidung im Sinne des Unternehmenszyklus aufweisen, so sind Ausgangslage und Anforderungen an die Fonds in vielerlei Hinsicht unterschiedlich.

| Marktsegment | VC | PE i.e.S. |
|--|---|---|
| Grad der Managementunterstützung⁸⁶ | hoch (<i>hands-on</i> Beteiligungsmanagement) | tendenziell geringer (<i>hands-off</i> Beteiligungsmanagement) Ausnahmen bspw. bei <i>Turnaround</i> Finanzierungen |
| Inhalt der Managementunterstützung | Vielfältig, operativ | Insb. Finanzierungskompetenz |
| Informationsasymmetrien | tendenziell höher (insb. im Hochtechnologiebereich) | tendenziell niedriger |
| Renditemaximierungsstrategie⁸⁷ | vorwiegend endogen (Unternehmensentwicklung) | Endogen und exogen (<i>Leverage</i> , Markt- und Verhandlungsarbitrage) |
| Rendite/Risiko Profil⁸⁸ | Hohe Rendite bei hohem Risiko (nicht messbar) | Niedrigere Rendite bei niedrigerem Risiko (bedingt messbar) |
| Spezialisierungsgrad d. Investor | Hoch (vorwiegend Branchenfokus) | Tendenziell niedriger (vereinzelte Branchenfokus) |

(Fortsetzung auf Folgeseite)

86 Zur Managementunterstützung siehe auch Unterkapitel 2.4.1.2.3.

87 Zu Renditemaximierungsstrategien siehe auch Unterkapitel 2.4.2.2.

88 Zum Rendite- Risikoprofil von PE Investoren siehe auch Unterkapitel 2.4.2.

| | | |
|--|---|---|
| Zielunternehmen | Junge Unternehmen vor der ersten Produkteinführung insbesondere in Wachstumsbranchen (<i>New Economy</i>) | Etablierte Unternehmen mit anlassbezogenem Finanzierungsbedarf (Expansion, Internationalisierung, Eigentümernachfolge, IPO, <i>Turnaround</i>) |
| Beteiligungsausmaß und -größe | Minderheitsbeteiligung unter 100 Mrd. USD | Minderheits- und Mehrheitsbeteiligungen zwischen 100 Mio. USD und 10 Mrd. USD |
| Management Fee | In der Regel bei 2,5% | Zwischen 1 und 2% |
| Beteiligungsdauer | 4 - 10 Jahre | 2-8 Jahre |
| Unternehmensbewertung | Kaum objektiv möglich, basiert meist auf Business Plänen | Marktbasierte und <i>Cash-Flow</i> basierte Bewertungsverfahren |
| Fremdfinanzierungsgrad (Leverage) | 0-50% | 60-80% |
| Fondsvolumen | Durchschnittlich 235 Mio. USD . Maximal 7,7 Mrd. USD ⁸⁹ | Maximal 52,9 Mrd. USD |
| Finanzierungsinstrumente | Vorrangig Eigenkapital | Eigenkapital, Mezzanine Kapital, Fremdkapital |

Tabelle 1: Idealtypische Gegenüberstellung PE i.e.S. und VC

Quelle: eigene Gegenüberstellung basierend auf Leitinger et al. (2000) S.89; Mittendorfer (2000) S.58; Friedman (2010) sowie Meyer und Mathonet (2005) S.44

Tabelle 1 soll diese Unterschiede verdeutlichen.⁹⁰ Der schwerwiegendste Unterschied zwischen den beiden Geschäftsmodellen sind Art und Inhalt der Managementunterstützung. Während PE-Investoren zumeist auf bestehende Managementstrukturen im Zielunternehmen zurückgreifen können, sind diese in den frühen Phasen des Unternehmens oft noch nicht ausreichend ausgeprägt. Dementsprechend nimmt der VC-Investor verstärkt die Rolle eines operativen Beraters ein, während bei PE-Investoren tendenziell spezifische Beratungsleistungen im Bereich der Finanzierung überwiegen.⁹¹

⁸⁹ Friedman (2010) S.51.

⁹⁰ Es ist wichtig zu unterstreichen, dass die Gegenüberstellung eine idealisierte Typologie darstellt und dass der Übergang zwischen den beiden Geschäftsmodellen ein fließender ist. Vgl. Meyer und Mathonet (2005) S.41.

⁹¹ Diese Aussage wird auch durch die beiden europaweiten Unternehmensbefragungen der EVCA belegt. So gaben VC finanzierte Unternehmen in allen vorgegebenen Kategorien eine höhere Einflussnahme des Investors an, als dies ihre PE-finanzierten Vergleichsunternehmen taten. Es ist aber anzumerken, dass PE-Investoren ihre Einflussnahme sehr stark von der Unternehmensentwicklung abhängig machen und somit situativ auch operativ tätig werden. Vgl. MacMillan et al. (1989) S.27.

Ein zweiter Unterschied liegt in dem unterschiedlichen Rendite/Risikoprofil. VC-Fonds investieren in frühen Unternehmensphasen und gehen daher ein höheres Risiko mit der Beteiligung ein.⁹²

Ein dritter, schwerwiegender Unterschied ergibt sich aus der Größe des verwalteten Fondsvermögens und den daraus finanzierten Unternehmensbeteiligungen. Während die größten amerikanischen PE-Fonds zwischen 11 und 52 Mrd. USD verwalten und Akquisitionen in der Größe zwischen 100 Mio. USD bis 10 Mrd. USD eingehen, erreichen die größten VC amerikanischen Management Gesellschaften gerade einmal 7 Mrd. USD und investieren in Unternehmensbeteiligungen in der Regel unter 100 Mio. USD.⁹³

Zu guter Letzt weisen die beiden Segmente VC und PE i.e.S. Unterschiede in der Finanzierung ihrer Beteiligungsaktivität auf. Während im Frühphasensegment der Anteil des Eigenkapitals an der Finanzierung des Kaufpreises des Zielunternehmens noch relativ hoch ist, gestalten PE-Fonds in späteren Phasen des Unternehmenslebenszyklus ihre Übernahmen vorwiegend als sogenannte *Leveraged Buyouts*.

Die vorgenommene idealtypische Gegenüberstellung zeigt die Unterschiedlichkeit der beiden Geschäftsmodelle VC und PE. Sie stellt darüber hinaus eine wichtige Kategorisierungshilfe dar, da, wie in Unterkapitel 2.2.2 gezeigt, eine Einordnung auf Basis des übernommenen PUs nicht immer eindeutig möglich ist. Um Unklarheiten der Leserin bzw. des Lesers bei der Lektüre anglo-amerikanischer Forschungsbeiträge vorzubeugen, sollen die terminologischen Grundlagen mit einen Hinweis auf das regional differenzierte Begriffsverständnis im abschließenden Unterkapitel 2.2.4 abgeschlossen werden.

92 Zwischen 1995 und 2005 wiesen VC-Renditen eine Standardabweichung von 48% im Vergleich zu einer Standardabweichung von 25% bei Buyout Renditen. Interessanterweise lag gleichzeitig die mediane Rendite von VC-Fonds bei nur 5% und bei PE-Fonds bei fast 15%. Vgl. Friedman (2010) S.71.

93 Für die vorliegende Arbeit ist wichtig anzumerken, dass diese Richtwerte für den österreichischen PE-Markt nicht anwendbar sind. Der größte österreichische PE-Fonds weist beispielsweise eine Größe von 250 Mio. EUR auf. Global Equity Partners (2011a).

2.2.4. Regional differenziertes Begriffsverständnis

Während amerikanische Praktiker/innen – und dementsprechend auch viele ihrer wissenschaftlichen Vertreter/innen – meist gar keine Differenzierung zwischen PE und VC vornehmen,⁹⁴ ist dies im europäischen Raum sehr geläufig. Dies erscheint auch ratsam, da es sich bei den beiden Formen der Beteiligungsfinanzierung, wie eben gezeigt, um sehr unterschiedliche Geschäftsmodelle handelt. Die EVCA sieht VC daher als Untergruppe von PE:

„...VC is a subset of PE.“⁹⁵

Dieses Begriffsverständnis entspricht der kontinentaleuropäischen Auffassung von VC als Teilsegment von PE. Im Gegensatz dazu wird im angloamerikanischen Raum in vielen Fällen immer noch der ältere Begriff VC als Überbegriff verwendet.⁹⁶ Der Begriff PE andererseits ist erst seit kurzem etabliert und gleicht sich langsam dem europäischen Verständnis an. Dies erleichtert zwar die Begriffsverwendung, führt aber seinerseits wieder zu Verwirrungen, da unter diesem Begriff im angloamerikanischen Raum vorwiegend klassische *Buyout*-Fonds verstanden wurden und Expansionsfinanzierungen nicht einbezogen werden.⁹⁷

So schrieb die US-amerikanische *National Venture Capital Association* (NVCA) im Jahr 2004 noch:

„Recently, some investors have been referring to venture investing and buyout investing as ‘PE investing.’ This term can be confusing because some in the investment industry use the term ‘PE’ to refer only to buyout fund investing.“⁹⁸

2007 wurde mit der Gründung der *Private Equity Growth Capital Council* als Pendant zur *National Venture Capital Association* im US-

94 Diese undifferenzierte Haltung spiegelt sich auch in der in der Namensgebung der Branchenvertretung wider. So heißt die US-amerikanische Interessensvereinigung schlicht *National Venture Capital Association* (NVCA). Vgl.

95 Online Glossar EVCA (2009b).

96 Die Definition von Sahlman (1990) S.473 spricht beispielsweise von Investitionen in „various stages of their development“ und schließt somit auch Spätphasenfinanzierungen unter dem Begriff VC mit ein.

97 vgl. Berg und Gottschalg (2003) S.3 und Pütter (2006) S.26.

98 NVCA (2004) in Kromirs (2002) sowie in Jud (2003) S.27.

amerikanischen Spätphasenbereich ein weiterer Schritt zur Angleichung der Begriffswelt getan.⁹⁹

Tabelle 2 illustriert dieses regional differenzierte Begriffsverständnis. Der Forschungsfokus der vorliegenden Arbeit ist hervorgehoben.

| | | |
|--|----------------------------------|---------------------------------|
| europäisches Begriffsverständnis (EVCA) | Private Equity im weiteren Sinne | |
| | Venture Capital | Private Equity im engeren Sinne |
| angloamerikanisches Begriffsverständnis (NVCA) | Venture Capital | Buyout |
| | Private Equity | |

Tabelle 2: Differenziertes Begriffsverständnis von PE und VC

Quelle: EVCA (2010c) und NVCA (2010b) und Berg und Gottschalg (2003) S.3

Um der Zuordnungsproblematik von Expansionsfinanzierungen zu entgehen, werden insbesondere in praxisnahen Branchenstatistiken oft – wie in Tabelle 3 gezeigt – drei Unterkategorien angeführt.

| | | | |
|---------------------------------|----------------|-----------------|--------------|
| Praktisches Begriffsverständnis | Private Equity | | |
| | Early-Stage | Expansion-Stage | Buyout-Stage |

Tabelle 3: Praktisches Begriffsverständnis von PE und VC

Quelle: Bigus (2003) S.11

Nach den terminologischen Grundlagen im Unterkapitel 2.2 soll nunmehr eine Typisierung unterschiedlicher PE-Fonds in Unterkapitel 2.2.5 folgen. Ziel dieser Vorgehensweise ist es, das hohe Maß an Heterogenität innerhalb der PE-Fonds darzustellen und zu einem differenzierten Verständnis der Akteure zu gelangen.

2.2.5. Typologie von PE/VC-Investoren

Wie die vorangegangenen Ausführungen vermuten lassen, sind PE-Investoren keineswegs eine homogene Investorenklasse. Um in weiterer Folge eine differenzierte Diskussion zu erlauben, müssen zuerst unterschiedliche Fondstrategien und deren Charakteristika diskutiert werden. Die folgende Abbildung 6 soll idealtypisch und nach Finanzierungsphasen geordnet unterschiedliche Typen von Beteiligungskapital-

99 Der Zusatz des „Growth Capital“ illustriert die Schwierigkeiten, PE i.e.S. gegenüber dem Venture Capital Segment im Bereich der Expansionsfinanzierung abzugrenzen.

fonds darstellen. Die chronologische Darstellung bildet auch die Feinstruktur des folgenden Unterkapitels.¹⁰⁰

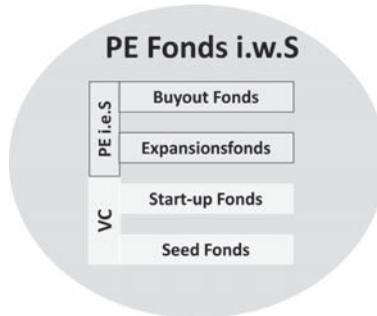


Abbildung 6: Typologie PE-Fonds i.w.S.

2.2.5.1. Venture Capital

Die Phasen der Frühfinanzierung werden regelmäßig in die zwei Unterkategorien *Seed* und *Start-up* Investment unterteilt und bilden nach der im europäischen Raum gängigen Unterteilung gemeinsam das VC-Segment. Eine genaue Zuordnung zu den einzelnen Phasen ist im Regelfall äußerst schwierig und nicht praktikabel.

Seed Fonds

Seed Fonds investieren vor allem in Forschung und Entwicklung.¹⁰¹ Im Vordergrund steht die Ausreifung und Umsetzung einer Idee in verwertbare Resultate bis hin zum Prototyp, auf deren Basis ein Geschäftskonzept für ein zu gründendes Unternehmen erstellt wird.¹⁰²

Start-up Fonds

Im Gegensatz zu *Seed* Fonds steht bei *Start-up* Fonds nicht die Produktentwicklung, sondern die erste Kommerzialisierung des Produktes sowie die Gründungsfinanzierung im Vordergrund. Die bereitgestellte Finanzierung wird daher vor allem für Marketing und Produktionsaufbau verwendet.¹⁰³ Das betreffende Unternehmen befindet sich im Aufbau o-

100 Auch hier ist der Forschungsschwerpunkt der Arbeit gesondert markiert.

101 vgl. Meyer und Mathonet (2005) S.338.

102 vgl. Bigus (2003) S.11.

103 vgl. Meyer und Mathonet (2005) S.339.

der ist seit kurzem im Geschäft und hat seine Produkte noch nicht in größerem Umfang verkauft. Fonds, die in späteren Unternehmensphasen insbesondere in Expansionsfinanzierungen¹⁰⁴ investieren, werden nach europäischem Begriffsverständnis bereits zu PE i.e.S. gezählt.¹⁰⁵

2.2.5.2. PE-Fonds im engeren Sinne

In Anlehnung an das praktische Begriffsverständnis soll an dieser Stelle eine Unterscheidung in Expansions- und *Buyout*-Fonds gemacht werden.

Expansionsfonds

Expansionsfonds sind Fonds, die sich auf die Finanzierung der Expansionsphase (insb. Wachstums- und Überbrückungsfinanzierungen) spezialisieren.¹⁰⁶ Typischerweise investieren sie in Unternehmen, die ihren *Break-even* Punkt noch nicht erreicht haben. Hierbei liegt der Schwerpunkt vor allem auf dem Aufbau von Produktionskapazitäten, Produktdiversifikation und Marktausweitung,¹⁰⁷ sowie der Bereitstellung von *Working Capital*.¹⁰⁸ Das Unternehmen kann in der Regel die Kosten decken oder erwirtschaftet Gewinne.¹⁰⁹ Oberstes Ziel dieser Fonds ist der Gang an die Börse, da dieser die höchsten Renditen verspricht.¹¹⁰ Da der hohe Kapitalbedarf eines Börsenganges oft die Aufnahme weiterer, kurzfristiger Investoren bedarf, entwickelte sich in den vergangenen Jahren ein Segment hoch spezialisierter Expansionsfonds, die sich auf diese kurzfristigen Bridge-Finanzierungen vor dem Börsengang spezialisieren.¹¹¹ Neben Expansionsfonds stellen sogenannte *Buyout*-Fonds die zweite große Säule von PE i.e.S. dar.

104 vgl. Bigus (2003) S.11.

105 Wichtig ist hierbei anzumerken, dass auch VC-Fonds sehr oft an erfolgreichen Beteiligungen festhalten und somit als Finanziere klassische Wachstumsphasen mitfinanzieren. In der Regel stoßen sie hierbei aber bald an ihre finanziellen Grenzen, weshalb größere PE Fonds i.e.S. als Hauptinvestoren einsteigen.

106 In einigen Publikationen wird die Expansionsphase in Anlehnung an Sahlman (1990) ihrerseits in „first stage“, „second stage“, „third stage“ und „fourth stage“ unterteilt. Aufgrund der wenig aussagekräftigen Differenzierung soll in dieser Arbeit darauf verzichtet werden.

107 vgl. Bigus (2003) S.11.

108 vgl. Meyer und Mathonet (2005) S.333.

109 vgl. Bigus (2003) S.11.

110 vgl. Grabherr (2000) S.95.

111 vgl. Leitinger et al. (2000) S.108.

Buyout-Fonds

Unter *Buyout* wird in der Regel der Auskauf eines Unternehmens, oder ganz allgemein die Übernahme eines Unternehmens von seinen bisherigen Eigentümern verstanden. Wenngleich der Begriff somit auf alle Arten von Unternehmensübernahmen anwendbar wäre, so hat er sich jedoch nur im Bereich des PE etabliert und bezieht sich somit vorwiegend auf Unternehmensübernahmen, die mehrheitlich von PE-Fonds getragen werden.¹¹² *Buyout-Fond*¹¹³ ist somit ein Überbegriff für Fonds, die sich auf anlassbezogene Akquisitionsfinanzierung spezialisiert haben.¹¹⁴ Nach ihrer Investitionsstrategie können diese hochspezialisierten Fonds ihrerseits grob in vier Unterkategorien unterteilt werden:

- Nachfolgefianzierung,¹¹⁵
- *Buy and build* Akquisitionen,¹¹⁶
- *Spin-off* Investitionen sowie¹¹⁷
- Turnaround und Distressed Debt Fonds.

112 Die Dissertation beinhaltet auch eine systematische Kategorisierung unterschiedlicher Buyout-Formen. Vgl. Landau (2010) S.40ff.

113 Buyout-Fonds haben ein durchschnittliches Fondsvolumen von 1,3 Mrd. USD. Vgl. Friedman (2010) S.36. Die größten Buyout-Fonds Management Gesellschaften sind TPG, Kohlberg Kravis Roberts, Carlyle Group, CVC Capital Partners, Goldman Sachs PE Group, Blackstone Capital, Bain Capital und Apollo Management. Vgl. Friedman (2010) S.50.

114 Es ist wichtig, hierbei den Begriff Buyout-Fonds nicht mit Leveraged Buyouts (LBO) als Sonderform der Unternehmensübernahme gleichzusetzen. Während der Buyout-Fonds einen auf derartige Transaktionen spezialisierten Fonds (Akteur) darstellt, handelt es sich im zweiten Fall um einen Überbegriff für alle Formen von Unternehmensübernahmen unter der Verwendung eines hohen Fremdkapitalanteils unabhängig davon ob ein spezialisierter Buyout-Fonds als Kapitalgeber beteiligt ist. Vgl. Berg und Gottschalg (2003) S.3.

115 Auf Nachfolgefianzierung spezialisierte Fonds werden auch Replacement Capital Fonds genannt. Vgl. Janeba-Hirtl und Höbart (2003) S.137 sowie Landau (2010) S.22.

116 Bei *Buy and build* Akquisitionen erwirbt der PE-Investor ein Unternehmen in einem Markt und stattet das Unternehmen mit den Mitteln für Folgeinvestitionen aus. Durch die Folgeinvestitionen soll es zu einer Marktkonsolidierung und zur Ausnutzung von Skaleneffekten kommen, welche der PE-Investor in Form einer Rendite beim Exit realisiert. Vgl. Berg und Gottschalg (2003) S.24 und Ernst (2010) S.25.

117 Eine ausführliche Untersuchung von Spin-offs liefern Anslinger et al. (2000), Der Arbeitskreis Finanzierung der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft (2006), Weber und Nevries (2006), oder De Cleyn et al. (2009).

Unternehmensnachfolgefinauzierungen beinhalten *Management Buyout* (MBO) und *Management Buyin* (MBI),¹¹⁸ je nachdem ob das übernehmende Management-Team im Unternehmen tätig ist oder die Übernahme durch externes Management erfolgt. Eine Sonderform der Nachfolgefinauzierung ist die *Public-to-private*-Finanzierung, bei der ein öffentlich kotiertes Unternehmen von der Börse genommen und unter Zuhilfenahme eines PE-Fonds in Privatbesitz überführt wird.

Ein zweites großes Tätigkeitsfeld für derartige *Buyout*-Fonds ergibt sich aus dem großen Finanzierungsbedarf bei *Buy and build*-Strategien. Hierbei erwerben und fusionieren PU mehrere Unternehmen einer Branche. Durch die Realisierung von Skaleneffekten soll eine Wertsteigerung erreicht werden.¹¹⁹

Ein drittes und vergleichsweise kleineres Tätigkeitsfeld ergibt sich aus der gezielten Ausgliederung (*spin-off*) von Unternehmensteilen aus großen Konglomeraten. Hierbei werden spezialisierte Unternehmensbereiche, die nicht zum Kerngeschäft großer Unternehmen gehören, ausgekauft. Ziel ist es, einen Spezialisierungsvorteil in Form einer höheren Unternehmensbewertung durch den gezielten Aufbau der Nischenstrategie und die Isolation des Geschäftsbereiches zu erreichen.¹²⁰ Einen Extremfall bilden hierbei in der Praxis sogenannte *Break-ups* oder *Asset-stripping* Transaktionen, bei denen ein Unternehmensverbund zur Gänze zerlegt und einzelne Unternehmenseinheiten oder gar einzelne Vermögensgegenstände veräußert werden.¹²¹ Ziel ist es, eine höhere *Sum-of-parts* Bewertung zu erzielen, als bei einem Verkauf des gesamten Unternehmens möglich wäre.¹²²

118 vgl. Bigus (2003) S.11. Eine ausführliche Analyse der Performance deutscher MBOs liefert Kitzmann (2005) in ihrer Dissertation.

119 vgl. Meyer und Mathonet (2005) S.41.

120 vgl. Bhagat et al. (1990) S.57 und Schäfer und Fisher (2008) S.27.

121 Am 11.11.2010 beschloss das EU Parlament die Möglichkeit von Asset-stripping Transaktionen für PE-Fonds und Hedge-Fonds durch Ausschüttungsbeschränkungen und Schutz des Eigenkapitals in den ersten beiden Jahren nach Unternehmenserwerb entscheidend zu beschränken. Für Details zu den Schutzbestimmungen sei auf Europäisches Parlament (2010) S.71 verwiesen.

122 vgl. Pütter (2006) S.30.

Eine Sonderstellung im Universum der *Buyout*-Fonds nehmen sogenannte *Turnaround*-Fonds¹²³ und *Distressed Buyout*-Fonds ein.¹²⁴ Diese beteiligen sich an Unternehmen, die sich in einer akuten Krisensituation befinden.¹²⁵ Bei einer *Turnaround*-Finanzierung leitet der PE-Geber aktiv den Restrukturierungsprozess und stößt die Beteiligung wieder ab, wenn das Unternehmen wieder profitabel ist. Im Falle eines *Distressed Debt Buyout* erwirbt der Fonds nur die notleidenden Verbindlichkeiten eines vom Konkurs bedrohten Unternehmens und hofft an einer Wertsteigerung nach einer Restrukturierung zu verdienen.¹²⁶

2.2.5.3. Relative regionale Verteilung der Fondssegmente

Abschließend soll noch kurz auf die relative Bedeutung der einzelnen Segmente hingewiesen werden. Wie Abbildung 7 zeigt, ist das in der Grafik hellgrau dargestellte PE-Segment i.e.S. (Expansionsfinanzierungen und *Buyout*-Finanzierungen) das weitaus bedeutendere der beiden PE-Segmente und macht heute 83% des gesamten institutionellen Risikokapitalmarktes in Europa aus.¹²⁷

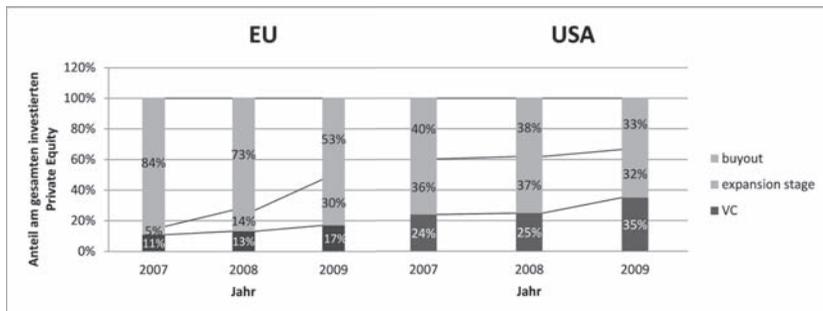


Abbildung 7: Prozentuelle Verteilung PE i.e.S. und VC in Europa und den USA

Quelle: EVCA (2009a) S.42 und NVCA (2010a) S.5

123 Eine ausführliche Analyse von Turnaround-Fonds und deren Besonderheiten stellt die Dissertation von Kraft (2001) dar.

124 In der populärwissenschaftlichen Literatur werden diese Fonds auch oft als Vulture Funds porträtiert. Vgl. Schilit (1997) S.4, Anson (2002) S.481 sowie Mitter (2004) S.593.

125 vgl. Janeba-Hirtl und Höbart (2003) S.137.

126 vgl. Anson (2002) S.477.

127 vgl. EVCA (2009a) S.42.

Historisch ist das VC-Segment in den Vereinigten Staaten von Amerika weitaus ausgeprägter als im europäischen Raum. Zwar hat sich der Anteil der europäischen VC Investitionen in den Jahren 2007 bis 2009 von 11% auf 17% gesteigert, doch ist er im Vergleich mit dem amerikanischen Markt mit 35% immer noch unterentwickelt. Dies ist sowohl auf den starken Anteil an staatlichen Förderprogrammen im Frühphasensegment, als auch auf die traditionell sehr dominante Rolle der Banken in der Wachstumsfinanzierung zurückzuführen.¹²⁸

Während im vorangegangenen Unterkapitel 2.2.5 die Vielfalt an möglichen Investitionsstrategien innerhalb des PE Universums illustriert wurde, soll im folgenden Abschnitt 2.3 eine Einordnung in das Umfeld anderer Finanzierungsformen und Kapitalmarktakteure vorgenommen werden. Dieser Schritt ist insbesondere angesichts der oft undifferenzierten politischen Diskussion notwendig.

2.3. Kontextuelle Einbettung von PE

Neben der Einordnung von PE in den Kontext der unterschiedlichen betrieblichen Finanzierungsformen ist in der Literatur oft eine Einordnung in die unterschiedlichen Phasen des Unternehmenslebenszyklus anzutreffen.¹²⁹ Da diese phasenbezogene Sichtweise in weiterer Folge für die empirische Erhebung Konsequenzen hat, soll diese im folgenden Unterkapitel 2.3.1 kurz vorgestellt werden. Aufgrund des geringen wissenschaftlichen Erklärungsgehaltes des Lebenszykluskonzeptes und seiner damit einhergehenden tautologischen Natur soll aber auf eine detaillierte Darstellung des Phasenmodelles verzichtet werden.

2.3.1. Einordnung von PE in den Kontext des Unternehmenslebenszyklus

Die vergleichsweise hohen Renditeforderungen der Investoren führen seitens der Unternehmen dazu, dass PE in der Regel nur nachgefragt wird, wenn der hohen Rendite auch ein entsprechendes Wachstumspo-

128 vgl. Stiassny (1997) S.103 sowie Lenzinger (1997) S.131. In den Jahren 1997 -2006 profitierten insbesondere große Spätphasen Fonds weltweit überdies durch die Fehlpreisung von Fremdkapital. Vgl. Friedman (2010) S.16.

129 vgl. Berger und Udell (1998) S.623, Grabherr (2000) S.30, Leitinger et al. (2000) S.102 und Grabherr (2003) S.228.

tenzial gegenübersteht. Unternehmen werden daher bei einem geringen laufenden Kapitalbedarf, oder solange noch kostengünstigere Formen der Finanzierung offen stehen, weniger auf diese Finanzierungsform zurückgreifen. Als Alternativen sind insbesondere Fremdkapitalgeber, Mezzaninkapitalgeber sowie staatliche Förderinstitutionen zu nennen. In der Regel besteht daher für PE-Finanzierungen ein konkreter anlassbezogener Finanzierungsbedarf,¹³⁰ der durch traditionelle Finanzierungsmittel nicht mehr zu decken ist.

Abbildung 8 soll den stark idealtypisch gezeichneten Unternehmenslebenszyklus und die in den unterschiedlichen Phasen gängigen Finanzierungspartner illustrieren.¹³¹ PE i.e.S. fokussiert auf die späteren Phasen der Unternehmensexpansion und ist gesondert hervorgehoben. Auf diese Weise soll eine phasenbezogene Einordnung von PE im engeren Sinne erfolgen.

Mit dem Börsengang endet das Engagement der PE-Geber in der Regel.¹³² In vereinzelten Fällen kann es nach erfolgtem Börsengang dennoch zu einem weiteren Engagement von PE-Kapitalgebern kommen.

130 Als mögliche Anlässe sind beispielsweise große Expansionsschritte, Nachfolgeregelungen, IPOs Buyouts und Restrukturierungen zu nennen. Vgl. Landau (2010) S.20.

131 Baker und Wruck (1989) liefert eine Case Study eines LBO Unternehmen, welches den gesamten Lebenszyklus abdeckt.

132 Wobei hierbei etwaige Nichtveräußerungsvorschriften (Lock-up period) zu berücksichtigen sind. In einzelnen Fällen vollziehen PE-Fonds nur partielle Exits und bleiben aus Renditegründen weiterhin in geringerem Ausmaße an dem Unternehmen beteiligt. Vgl. Leitinger et al. (2000) S.315.

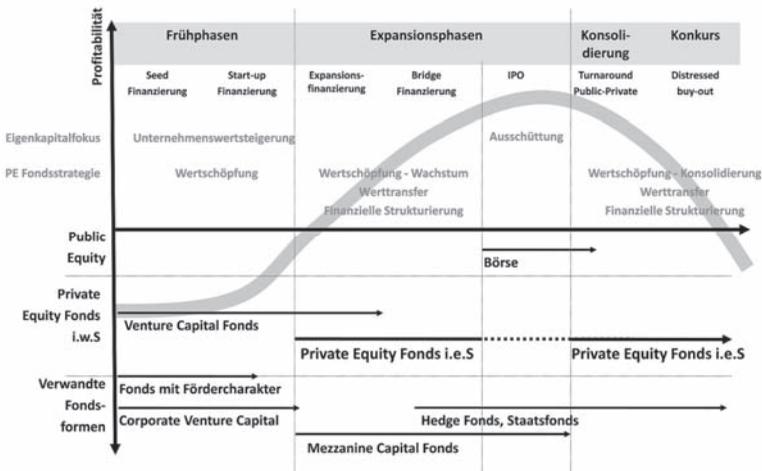


Abbildung 8: Einordnung von PE i.e.S. in den Kontext des Unternehmenslebenszyklus
 Quelle: in Anlehnung an Berger und Udell (1998) S.623 und Grabherr (2000) S.30

Dies wird insbesondere dann der Fall sein, wenn ein börsennotiertes Unternehmen mit Hilfe eines PE-Fonds übernommen wird oder in Schieflage gerät. In diesen Fällen treten häufig spezialisierte *Turnaround-* oder *Distressed Buyout-Fonds*¹³³ auf, welche die Restrukturierung finanzieren oder mit ihrem Kapital helfen, das Unternehmen von der Börse zu nehmen.

Wie eingangs beschrieben, eignet sich das Lebenszyklusmodell nur bedingt für eine wissenschaftliche Diskussion oder gar empirische Überprüfung. So ist die darin angeregte Phasenunterteilung vorwiegend tautologischer Natur und viele der im Modell getroffenen Annahmen erweisen sich bei näherer Betrachtung als pauschalisierend bzw. simplifizierend. Für zusätzliche Unschärfe bei der Kategorisierung eines Investments anhand des Lebenszyklusmodells sorgt die Tatsache, dass

133 Distressed Buyout-Fonds gehören mit einem durchschnittlichen Fondsvolumen von 1,93 Mrd. USD zu den größten Fonds. Vgl. Friedman (2010) S.36. Die größten Distressed Buyout Management Gesellschaften sind Oaktree Capital Management, Avenue Capital Group und Cerberus Capital Management.

VC-Fonds in vielversprechenden PU investiert bleiben,¹³⁴ um von einem möglichen späteren Börsengang zu profitieren und somit also auch die späteren Finanzierungsphasen entscheidend mitzugestalten.¹³⁵

Insgesamt erscheinen andere Bezugsrahmen, wie etwa die in Unterkapitel 2.2.3 präsentierte qualitative Gegenüberstellung besser geeignet, um eine Differenzierung vorzunehmen. Um die Eigenheiten von PE besser zu verstehen, ist in einem zweiten Schritt eine zweite Einbettung in die Finanzierungsartensystematik sinnvoll. Diese wird im folgenden Unterkapitel 2.3.2 vorgenommen und bietet die Möglichkeit, die finanzierungstheoretischen Charakteristika von PE zu diskutieren.

2.3.2. Einordnung von PE in die Finanzierungsartensystematik

Verlässt man in der Analyse die Ebene der chronologischen Entwicklung eines Unternehmens, so stellt sich die Frage, wie sich das bereitgestellte Kapital von jenem anderer Kapitalgeber unterscheidet und wo seine Besonderheiten im Vergleich mit anderen Finanzierungsarten liegen. Aus diesem Grund soll im folgenden Unterkapitel 2.3.2 eine grobe Einordnung von PE in die Finanzierungsartensystematik erfolgen.

Bei PE und VC handelt es sich um von spezialisierten Fonds bereitgestelltes, außerbörsliches Beteiligungskapital¹³⁶ und somit um ein Instrument der Außenfinanzierung.¹³⁷ Es handelt sich im Allgemeinen um „haftendes Kapital, welches ohne ausreichende Sicherheiten zur Verfügung gestellt wird“.¹³⁸ Der Eigenkapitalcharakter der bereitgestellten Mittel be-

134 Voraussetzung hierfür ist, dass die Satzung des Fonds eine Verlängerung der Haltedauer vorsieht und die Kapitalgeber dieser auch zustimmen. Vgl. Zahradnik (2003) S.417.

135 Allerdings ist es in solchen Fällen üblich, dass der VC-Investor Kontakt zu größeren Spätphasenfinanzierern herstellt, welche frisches Risikokapital für die weitere Expansion des Unternehmens bereitstellen. Vgl. Grabherr (2000) S.35.

136 Eine Gleichsetzung mit Beteiligungskapital, wie sie oft zu finden ist, ist aber aufgrund der Abgrenzung zum Anteilskapital von Aktionären nicht zulässig. Vgl. Jesch (2004) S.21.

137 Die beiden anderen Formen der Außenfinanzierung stellen die Einlagenfinanzierung und die Beleihungsfinanzierung dar. In ersterem Fall erfolgt Bereitstellung von Eigenkapital durch die bestehenden Eigner. Bei der Beleihungsfinanzierung erfolgt die Aufnahme von Fremdkapital von Kreditgebern. Vgl. Bohnenkamp (1999) S.108.

138 Landau (2010) S.20.

gründet die Rechtsstellung des Investors als Miteigentümer oder Anteilseigner¹³⁹ und gleichzeitig ihre Eigenschaft als risikotragfähiges Kapital.

Somit ist Risikokapital besonders für wachstumsstarke internationalisierende Unternehmen geeignet bzw. notwendig. Im Gegensatz zu risikoaverser Kreditfinanzierung¹⁴⁰ steht bei Beteiligungsfinanzierung das zukünftige Renditepotential, und nicht der laufende Schuldendienst, im Vordergrund des Interesses des Kapitalgebers. Außerdem fallen bei Eigenkapitalinstrumenten in der Regel keine laufenden, fixierten Zinszahlungen an, womit Eigenkapital Vorteile gegenüber Fremdkapital im Liquiditätsbereich aufweist. Tabelle 4 zeigt eine idealtypische Gegenüberstellung der beiden Extreme des Finanzierungskontinuums im Falle einer Personengesellschaft.¹⁴¹

Die korrekte Differenzierung zwischen Eigenkapital und Fremdkapital ist alles andere als banal und hängt sehr stark von dem eingenommenen Blickwinkel ab. Als zentrales Differenzierungskriterium wird bei Knabe und Walther (2005) beispielsweise die im Vorfeld der Kapitalüberlassung getroffene Festlegung über Rückzahlung genannt. Hierbei bestehen aber beispielsweise zwischen der finanzwirtschaftlichen und der bilanzrechtlichen Klassifizierung durchaus Unterschiede.¹⁴²

139 Im Gegensatz zu Fremdkapital, welches „Geldwertcharakter“ aufweist, zeichnen sich Eigenkapitalinstrumente durch „Sachwertcharakter“ aus. Vgl. Knabe und Walther (2005) S.3.

140 Hierbei ist klarzustellen, dass – nicht wie in der PE-Literatur oft unterstellt – Fremdkapital keine Unternehmensrisiken trägt. Vielmehr zeigt sich das von den Kreditgebern übernommene Risiko in der Differenz zwischen risikolosem Zinssatz und Kreditzins. Vgl. Bader (1996) S.13.

141 Dieser Zusatz ist von entscheidender Wichtigkeit, da die Merkmalsausprägungen im Falle von Kapitalgesellschaften insb. von großen Publikumsgesellschaften weniger intensiv ausgeprägt sind. So kann bei einem Anteilseigner einer großen Publikumsgesellschaft wohl kaum von voller Geschäftsführungskompetenz gesprochen werden.

142 vgl. Knabe und Walther (2005) S.3.

| Idealtypus Kriterium | idealtypische Beteiligungsfinanzierung in einer Personengesellschaft | idealtypische Kreditfinanzierung |
|--|---|---|
| laufende Ergebnisbeteiligung | erfolgsabhängig Quotenanteil | erfolgsunabhängige Verzinsung; Nominalanspruch |
| Rückzahlungsanspruch | Quotenanteil am Liquidationserlös | fester Betrag |
| Mitwirkungs- und Kontrollrechte | Rechtsformabhängige Kontroll- und Geschäftsführungskompetenz | Keine (evtl. kreditvertragliche Covenants) |
| Stellung im Insolvenzfall | nachrangiger Anspruch; Haftung mit Einlage oder unbeschränkt | Insolvenzgläubiger mit bevorrechtigten Ansprüchen |

Tabelle 4: Idealtypische Gegenüberstellung Beteiligungs- und Kreditfinanzierung

Quelle: Bigus (2003) S.19 und Knabe und Walther (2005) S.6

Es ist außerdem wichtig darauf hinzuweisen, dass es sich bei der Unterscheidung zwischen Eigenkapital und Fremdkapital aus wirtschaftlichen Gesichtspunkten nicht um eine dichotome bzw. disjunkte Kategorisierung, sondern vielmehr um ein Kontinuum aus einer Vielzahl beobachtbarer Finanzierungsinstrumente handelt.¹⁴³ So ist zwischen den beiden idealtypischen Formen eine Vielfalt an hybriden Ausgestaltungsformen anzutreffen, welche oft pauschal unter dem Sammelbegriff Mezzaninkapital zusammengefasst wird. Bei der Zuordnung der Finanzierungsinstrumente im Eigen-, Mezzanin- und Fremdkapitalbereich bestehen darüber hinaus Unterschiede zwischen der finanzwirtschaftlichen und der bilanzrechtlichen Klassifizierung.¹⁴⁴

Der Autor stimmt daher in seiner Einschätzung mit Knabe und Walther (2005) überein und geht davon aus, dass die Richtigkeit bzw. Angemessenheit einer Klassifizierung immer im Lichte der Zielsetzung der Arbeit zu sehen ist.¹⁴⁵ Ein derartiger pragmatischer Versuch der finanztheoretischen Einordnung (schwarz markiert) wird in Abbildung 9 gemacht. Die

143 Bigus (2003) S.19 sieht als idealtypische Form der Beteiligungsfinanzierung die Gesellschaftereinlage bei einer offenen Handelsgesellschaft und als Idealtypus der Kreditfinanzierung den grundpfandrechtlich gesicherten Bankkredit.

144 vgl. Knabe und Walther (2005) S.3f.

145 vgl. Knabe und Walther (2005) S.7. Aus eben dieser pragmatischen Überlegung soll in dieser Arbeit auch nicht der Versuch einer umfassenden und zweifelsfreien Einordnung gemacht werden. Vielmehr soll eine praktikable, zielorientierte Einordnung getroffen werden, welche die für den Zweck der Arbeit bestmögliche Beschreibung der relevanten Charakteristika ermöglicht.

Darstellung der Instrumente wird darüber hinaus um wichtige kapitalmarktbezogene Eigenschaften ergänzt, die für das Verständnis des vorliegenden Untersuchungsgegenstandes PE in weiterer Folge hilfreich sind.

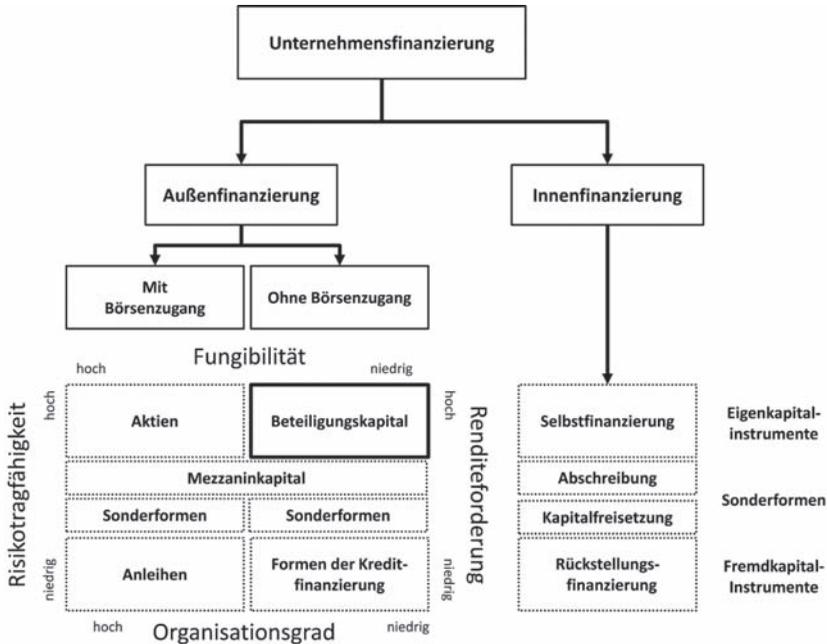


Abbildung 9: Einordnung von PE i.w.S. in den Kontext der Finanzierungsartensystematik
 Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Bohnenkamp (1999) S.108, Perridon und Steiner (2004) S.362 und Sitta (2011) S.86ff.

Durch die vorrangige Beschränkung von PE auf den vorbörslichen Bereich und den geringen Organisationsgrad dieses Marktes weisen die gehandelten Beteiligungen eine sehr geringe Fungibilität bzw. Liquidität auf.¹⁴⁶ Aus der daraus resultierenden Unmöglichkeit die Beteiligung

¹⁴⁶ vgl. Hendel (2003) S 28. In ihrer Dissertation untersucht Guserl (2011) die Finanzierungsstruktur börsennotierter Unternehmen im Zuge Ihrer Internationalisierung und liefert somit im weitesten Sinn die Ergänzung der passivseitigen Betrachtung der Unternehmensinternationalisierung in der vorliegenden Arbeit um sein börsennotiertes Pendant.

kurzfristig auflösen zu können,¹⁴⁷ ergibt sich ein erhöhtes Rendite- Risikoprofil.¹⁴⁸ Darüber hinaus ist der vorbörsliche Markt für Beteiligungskapital von ungleich höheren Informationsasymmetrien gekennzeichnet, welche sich in höheren Renditeforderungen der Investoren widerspiegeln.¹⁴⁹ Um das Beteiligungsrisiko zu reduzieren und die erzielbare Rendite zu erhöhen, nehmen PE-Investoren daher aktiv auf das Unternehmen Einfluss. Aus diesen Faktoren ergeben sich die besonderen Marktgegebenheiten des PE-Geschäfts:¹⁵⁰

- starke Eigentumskonzentration,
- erhöhte Unsicherheit und ein
- schwacher Markt für externe Kontrolle.

In der PE-Praxis wird eine Einordnung von PE in die Kategorie der Eigenkapitalinstrumente nicht immer eindeutig möglich sein, zumal PE-Investoren ihrerseits große Anteile der Beteiligung fremdfinanzieren bzw. aus *Governance*-Gründen auf hybride Finanzierungsinstrumente zurückgreifen.¹⁵¹ Die Finanzierungspraxis der PE-Investoren deckt hierbei beinahe das gesamte Kontinuum an Finanzierungsformen ab,¹⁵² wobei aber definitionsgemäß ein starker Fokus auf eigenkapitalnahe Finanzierungsinstrumente gelegt wird. Eine Einordnung einzelner Finanzierungsinstrumente entlang dieses Kontinuums soll im Rahmen dieser Arbeit unterbleiben.¹⁵³ Zu ergänzen ist hierbei noch, dass die Verwendung von Finanzierungsinstrumenten durch PE-Investoren starken regionalen

147 Insbesondere bei einer großen Anzahl an Kleinanlegern in großen Publikums-Aktiengesellschaften übernimmt der Markt eine wichtige Governance-Funktion, die im vorbörslichen Bereich von den Investoren selbst getragen werden muss. Vgl. Perridon und Steiner (2004) S.11. Die lange Kapitalbindung der Investorengelder im Fonds führt zu einem sehr spezifischen Rendite- Risikoprofil, das in der Praxis als J-Curve Effect bezeichnet wird. Kaymer und Kleine (2007) S.45.

148 Je nach Risiko der Investition beträgt die geforderte Rendite in der Regel zwischen 15% und 45%. Vgl. Manigart et al. (1997) S.37.

149 vgl. Sahlman (1990) S.493 und Amit et al. (1998) S.461.

150 Sapienza und Gupta (1994: 1621) S.1618.

151 vgl. Bascha und Walz (2000) S.410ff.

152 vgl. Landau (2010) S.26. Für eine ausführliche Diskussion der konkreten Möglichkeiten der Akquisitionsfinanzierung sei auf Unterkapitel 2.4.1.2.2 verwiesen.

153 Für einen ausführliche theoretische Analyse unterschiedlicher Klassifikationsansätze sei an dieser Stelle auf Knabe und Walther (2005) verwiesen.

Unterschieden unterworfen ist.¹⁵⁴ Im anglo-amerikanischen Raum sind vor allem wandelbare Vorzugsaktien in unterschiedlichen Ausgestaltungs- und Kombinationsformen sowie Wandelanleihen weit verbreitet, welche keiner der idealtypischen Finanzierungsformen entsprechen, sondern hybride Ausgestaltungsformen darstellen.¹⁵⁵

Im Gegensatz zum Lebenszyklusmodell (Unterkapitel 2.3.1) erlaubt die idealtypische Einordnung in die Riege der Finanzierungsarten (Unterkapitel 2.3.2) aber eine Ableitung der charakterisierenden Eigenschaften von PE im Vergleich zu Finanzierungsalternativen. Es ist aber wichtig darauf hinzuweisen, dass PE nicht die einzige Form von Beteiligungskapital darstellt, weshalb in Unterkapitel 2.3.3 eine Abgrenzung von anderen eigenkapitalnahen Kapitalmarktakteuren vorgenommen werden soll.

2.3.3. Abgrenzung von anderen fondsorganisierten Kapitalmarktakteuren

Neben klassischen PE-Fonds im engeren Sinn und VC-Fonds gibt es am organisierten Risikokapitalmarkt noch eine Reihe von Investoren, welche im weiteren Sinne zwar als Beteiligungskapitalgeber auftreten, aber aus unterschiedlichen Gründen als eine eigenständige Fondsform anzusehen sind. Abbildung 10 zeigt die abzugrenzenden Kapitalmarktakteure und die Begründung, weshalb sie nicht zu PE i.w.S. gezählt werden sollten.

154 vgl. Haagen (2008) S.484.

155 vgl. Norton und Tenenbaum (1993a) S.35ff, Bascha und Walz (2001a) S.298ff, Schmidt (2003) S.1139ff sowie Kaplan und Strömberg (2003) S.284. In der österreichischen PE-Praxis dominieren hingegen vor allem Nachrangdarlehen, stille Beteiligungen und Beteiligungen in Form von Stammaktien. Vgl. Elkmann-Reusch und Zickenrott (2000) S.107.

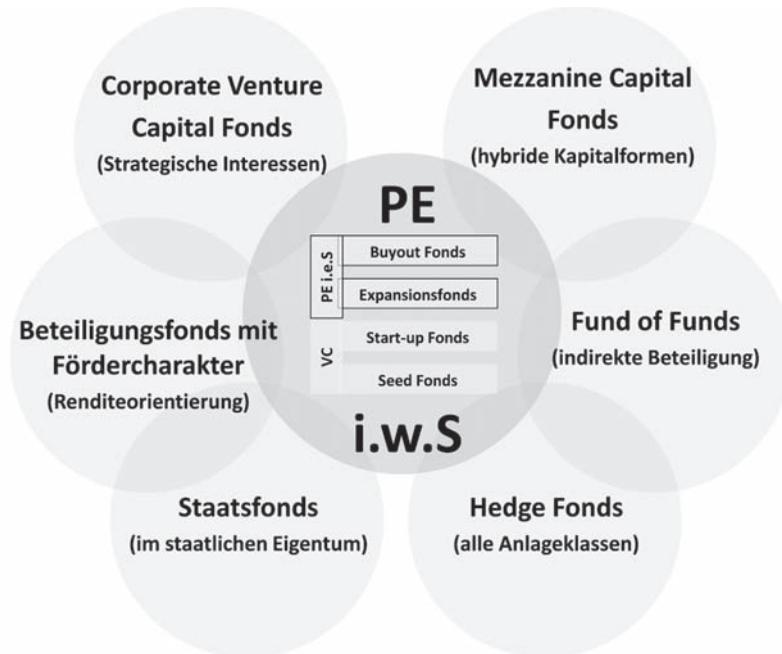


Abbildung 10: Abgrenzung von PE-Fonds i.w.S. zu anderen Fondsformen

Funds of Funds

Funds of Funds investieren nicht direkt in Unternehmen, sondern ihrerseits in Fonds.¹⁵⁶ Sie übernehmen für den Kunden das Management der Anlageklasse und erlauben eine breitere Differenzierung. *Funds of Funds* (i.w.F. FoF) sind sehr unterschiedlich in ihrer Ausgestaltung und verfügen in der Regel über ein Fondsvolumen unter 10 Mrd. USD. Zu ihren Hauptaufgaben als Intermediär zählen die Auswahl geeigneter Fonds und die Übernahme von *Monitoring* und *Governance*-Aufgaben für den Kunden.¹⁵⁷ Im Gegensatz zu PE-Fonds üben *FoF* aber keinen Einfluss auf Ebene der letztendlich finanzierten PU aus und sind daher als eigene Anlagekategorie zu betrachten.

156 vgl. Meyer und Mathonet (2005) S.47.

157 vgl. Meyer und Mathonet (2005) S.48.

Hedge Fonds

Bei *Hedge*-Fonds handelt es sich um große Publikumsfonds, welche keinen Anlagerestriktionen unterliegen.¹⁵⁸ Im Unterschied zu PE-Fonds, welche ausschließlich in Unternehmensbeteiligungen investieren, sind *Hedge*-Fonds in allen Anlageklassen aktiv.¹⁵⁹ Die breite Streuung der Aktivitäten führt zu einem von PE vollkommen unterschiedlichen Geschäftsmodell. *Hedge*-Fonds pflegen einen weitaus kürzen Investmenthorizont und sind darauf ausgerichtet, Volatilitäten auszunutzen.¹⁶⁰ Wenn *Hedge*-Fonds Unternehmensbeteiligungen eingehen, geschieht dies zumeist auf Basis einer Minderheitsbeteiligung und hat vorwiegend das Ziel an Unter- und Überbewertungen von Unternehmen zu verdienen.¹⁶¹ Sie sind also nicht als aktive Investoren einzustufen, welche durch operative Einflussnahme eine Wertsteigerung am Unternehmen erreichen wollen. Im Gegensatz zu PE-Fonds wenden *Hedge*-Fonds beispielsweise auch Leerverkäufe bzw. sogenannte *Short-selling*-Strategien an, um an kurzfristigen Wertverlusten einer Anlage zu profitieren.¹⁶² Im Zuge der Finanzkrise 2008 und der folgenden Währungskrise im Euroraum gerieten *Hedge*-Fonds unter starke Kritik. Ihnen wurde vorgeworfen, den Markt durch hohe Kapitalsummen zu beeinflussen.¹⁶³

158 Es gibt bis dato keine gültige Legaldefinition von Hedge Fonds. Vgl. Achleitner et al. (2009b) S.10.

159 Ihr Investitionsspektrum reicht von Rohstoffen über derivate Finanzprodukte hin zu Währungen und eher seltener Unternehmensbeteiligungen aber auch in hier muss in aktive Fonds und passive Fonds unterschieden werden. Black (2004) S.1f.

160 vgl. Schäfer und Fisher (2008) S.10.

161 *Hedge*-Fonds sind ausschließlich als sogenannte Evergreen Fonds konzipiert und weisen somit eine unlimitierte Lebensdauer auf.

162 vgl. Achleitner et al. (2009b) S.6. Ein weiterer wichtiger Unterschied bei der Akquisition von Beteiligungen ist, dass sich *Hedge*-Fonds auf Ebene des Fonds verschulden, während PE-Investoren auf Ebene der einzelnen Beteiligungen Fremdkapital aufnehmen. Vgl. Schäfer und Fisher (2008) S.10.

163 vgl. Storn (2010) S.1. Als Konsequenz wurde 2008 die Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD) durch die Europäische Kommission erarbeitet, welche Verhaltensregeln für das Management PE-Fonds, *Hedge*-Fonds und Immobilien Fonds festlegt.

Staatsfonds

Von PE-Fonds zu unterscheiden sind darüber hinaus auch Staats- bzw. *Sovereign Wealth*-Fonds.¹⁶⁴ Diese wurden vom Internationalen Währungsfonds in den sogenannten *Santiago Prinzipien* definiert als Fonds, die durch einen Staat zur Erreichung makro-ökonomischer Ziele errichtet werden.¹⁶⁵ Staatsfonds werden in der Regel aus Zahlungsbilanzüberschüssen, staatlichen Fremdwährungstransaktionen, Privatisierungserlösen oder Steuerüberschüssen errichtet und verfolgen unterschiedliche Zielsetzungen bzw. Investmentstrategien.¹⁶⁶ Die größten Staatsfonds finden sich daher in Ländern mit großen Exportüberschüssen, insbesondere aus dem Handel mit Rohstoffen und können Investmentvolumen von 300 - 800 Mrd. USD erreichen.

Corporate VC-Fonds

Im Gegensatz zu unabhängigen PE-Fonds handelt es sich bei sogenannten Corporate VC-Fonds um Tochtergesellschaften großer Konzerne, welche strategische Beteiligungen an zukunftssträchtigen Unternehmen eingehen.¹⁶⁷ Der Fonds dient also als Vehikel für direkte Beteiligungen eines Großunternehmens. Historisch sind diese Fonds zumeist durch eine Ausgliederung großer M&A-Abteilungen entstanden.¹⁶⁸ Bei CVC-Fonds handelt es sich um außerordentlich aktive Investoren, allerdings ist ihre primäre Motivation vorwiegend strategischer Natur. Anders als PE-Investoren¹⁶⁹ sind sie nur ihrer Muttergesellschaft als Investor Re-

164 vgl. EVCA (2010b) S.6.

165 In ihrer Dissertationsschrift liefert Claus (2010) S.95ff eine ausführliche Beschreibung und Kategorisierung von Staatsfonds.

166 vgl. International Working Group of Sovereign Wealth Funds (2008) S.27.

167 Der Markt für Corporate VC ist wenig formalisiert bzw. dokumentiert. Gemessen an der Anzahl der Investments waren die größten Corporate VC-Investoren im Jahr 2009: Intel Capital (85), Novartis Venture Fund (25), Johnson & Johnson Development (21), Motorola Ventures (19), SAP Ventures (17), Innovacom (16), Siemens VC (16) sowie Steamboat Ventures (16). Vgl. Ernst & Young (2009b) S.22.

168 vgl. Grabherr (2003) S 240.

169 Die Abgrenzung zwischen VC und fondsstrukturierten CVC ist in vielen Fällen nicht immer einfach. Bei sogenannten captive und semi-captive Fonds tritt beispielsweise der Hauptgesellschafter der Managementgesellschaft gleichzeitig als Hauptinvestor des Fonds auf. Vgl. Landau (2010) S.32. Aufgrund der unterschiedlichen Governance-Struktur stellt der Vergleich dieser captive Fonds mit unabhängigen Fonds ein fruchtbares Forschungsfeld dar. Hierzu beispielsweise

chenschaft schuldig und somit in ihren Möglichkeiten weitaus flexibler.¹⁷⁰

Beteiligungsfonds mit Fördercharakter

Desweiteren von PE-Fonds abzugrenzen sind öffentliche Kapitalbeteiligungsgesellschaften mit Fördercharakter. Diese oftmals als Fonds organisierten Gesellschaften haben als Kerngeschäft die Bereitstellung von Risikokapital aus öffentlichen Mitteln.¹⁷¹ Förderfonds verfolgen vorrangig keine renditeorientierten, sondern volkswirtschaftliche Ziele,¹⁷² wie die Förderung von Innovation oder den regionalen Strukturausgleich. Typischerweise beteiligen sich Fonds mit Fördercharakter nur als Zweit- bzw. Minderheitsinvestoren und gewähren zinsgünstige Darlehen, gehen stille Beteiligungen ein oder sprechen Ausfallsbürgschaften aus.¹⁷³ Durch die fehlende Renditeorientierung und das passive Beteiligungsmanagement sind Förderfonds in der Regel nicht als PE-Fonds, sondern vielmehr als ein eigenes Risikokapitalinstrument zu kategorisieren.¹⁷⁴

Mezzanine Capital-Fonds

Abschließend muss eine Abgrenzung von PE zu Mezzaninkapital¹⁷⁵ Fonds vorgenommen werden. Im Vergleich zu PE-Investoren im engeren Sinne nehmen Mezzaninkapitalgeber aber eine Stellung zwischen Eigenkapitalgeber und Fremdkapitalgeber ein und greifen in der Regel

Gompers und Lerner (1998), Bascha und Walz (2001b), Van Osnabrugge und Robinson (2001) sowie Wang et al. (2002).

170 Im Idealfall wird ein CVC-Fonds eine Beteiligung nicht veräußern, sondern in seine Muttergesellschaft integrieren. CVC-Fonds weisen daher nicht unbedingt eine Exit-Orientierung auf. Vgl. De Clercq et al. (2006) S.96.

171 vgl. Schefczyk (2000a) S.20. Im deutschsprachigen Raum sind vor allem die vom Austria Wirtschaftsservice (aws) und durch die KfW Bankengruppe verwalteten ERP Wirtschaftsförderungen zu nennen.

172 Lerner (1996) stellt die einzige Impact-Studie im Bereich staatlicher Venture Capital Investitionen dar.

173 vgl. Schefczyk (2000a) S.256.

174 Eine gegenteilige Ansicht vertritt Landau (2010) S.31. Einige Autor/innen sehen die in Österreich sehr stark ausgeprägte Förderlandschaft auch als eine Ursache für die vergleichsweise Unterentwicklung des PE-Marktes. Vgl. Stiassny (1997) S.103 und Peneder et al. (2006) S.55.

175 Zu den Besonderheiten von Mezzaninkapital im Vergleich zu dem von PE-Fonds bereit gestelltem Beteiligungskapital siehe Unterkapitel 2.3.2.

nur situativ in das operative Geschäft ein.¹⁷⁶ Mezzaninkapital ist daher nicht als PE im engeren Sinne anzusehen.

Nachdem nun der Untersuchungsgegenstand PE ausreichend definiert (Unterkapitel 2.2) und verortet (Unterkapitel 2.3) ist, kann nun zu einer detaillierten Analyse des PE-Geschäftsmodells übergeleitet werden. Ziel ist es, die Funktionsweise bzw. Tätigkeit von PE darzustellen, um somit in weiterer Folge die Auswirkungen von PE auf die finanzierten PU (Kapitel 3) herauszuarbeiten.

2.4. Das PE-Geschäftsmodell

Die Feinstruktur der Analyse weist hierbei eine zweistufige Vorgehensweise auf. In einem ersten Schritt soll der PE-Fondszyklus chronologisch betrachtet (Unterkapitel 2.4.1) werden, um dann in einem zweiten Schritt (Unterkapitel 2.4.2) das besondere Rendite- und Risikoprofil von PE-Investoren darzustellen.

2.4.1. Der PE-Fondszyklus

Im folgenden Abschnitt sollen die einzelnen Phasen im Lebenszyklus eines PE-Fonds kurz beleuchtet werden. Auf die konkreten Maßnahmen des Beteiligungsmanagements soll an dieser Stelle noch nicht im Detail eingegangen werden, da diese in Unterkapitel 4.3 zur Einflussnahme des Investors auf das finanzierte PU näher diskutiert werden. Abbildung 11 illustriert den idealtypischen Lebenszyklus eines PE-Fonds und gleichzeitig den Aufbau der folgenden Unterkapitel.

Da die Investment-Phase (schwarz markiert) im Rahmen Aspekte des PE Beteiligungsmanagements in Unterkapitel 4.3 noch im Detail diskutiert werden wird, soll sich die Analyse in diesem einleitenden Teil auf die Pre-Investment-Phase und die *Exit*-Phase konzentrieren, während sich die Analyse des Beteiligungsmanagements auf jene Aspekte konzentriert, die für den Fortgang der Arbeit notwendig sind.

176 vgl. Pernsteiner (2003) S.75.

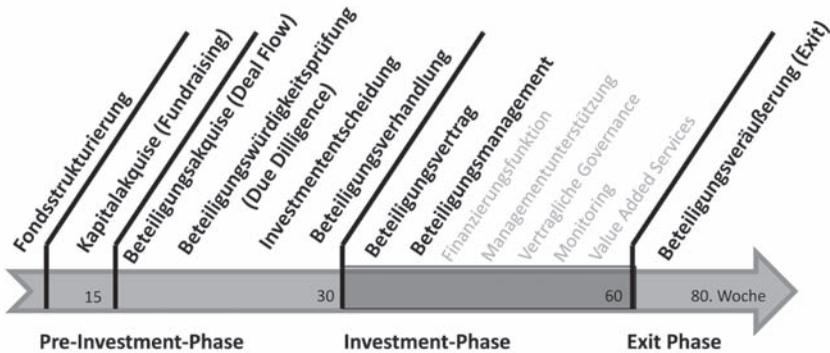


Abbildung 11: Der PE-Fondszyklus

2.4.1.1. Die Pre-Investment-Phase

Bevor ein PE-Fonds Investitionen tätigen kann, müssen die hierfür notwendigen Strukturen geschaffen (Unterkapitel 2.4.1.1.1) und das notwendige Kapital eingeworben werden (Kapitel 2.4.1.1.2). Dann folgen die Suche (Unterkapitel 2.4.1.1.3), die Prüfung (Unterkapitel 2.4.1.1.4), Entscheidung (Unterkapitel 2.4.1.1.5) und die Ausverhandlung potentieller Beteiligungen (Unterkapitel 2.4.1.1.6).

2.4.1.1.1. Fondstrukturierung

Zum Verständnis des Geschäftsmodells von PE-Fonds ist Kenntnis der organisatorischen und rechtlichen Ausgestaltung derartiger Fonds unerlässlich. Abbildung 12 stellt diese Ausgestaltung vereinfachend dar. Zahlungsströme sind als schwarze Pfeile, Vertragsbeziehungen als grau gestrichelte Linien und Tätigkeiten bzw. Aufgaben als durchgängige graue Linie dargestellt. Das Beteiligungsmanagement, welches im Zentrum der Betrachtung dieser Arbeit liegt, ist abermals schwarz hervorgehoben. International ist es üblich, dass Fonds als *Limited Partnerships (LP)*¹⁷⁷ ausgestaltet werden. Im österreichischen Recht entspricht dies der Kommanditgesellschaft, wobei aus steuerlichen Gründen in der Regel die

¹⁷⁷ vgl. Sahlman (1990) S.487.

Rechtsform der GmbH & Co KG gewählt wird.¹⁷⁸ Als Kommanditisten fungieren die einzelnen Investoren, die Kapitalzusagen aussprechen.

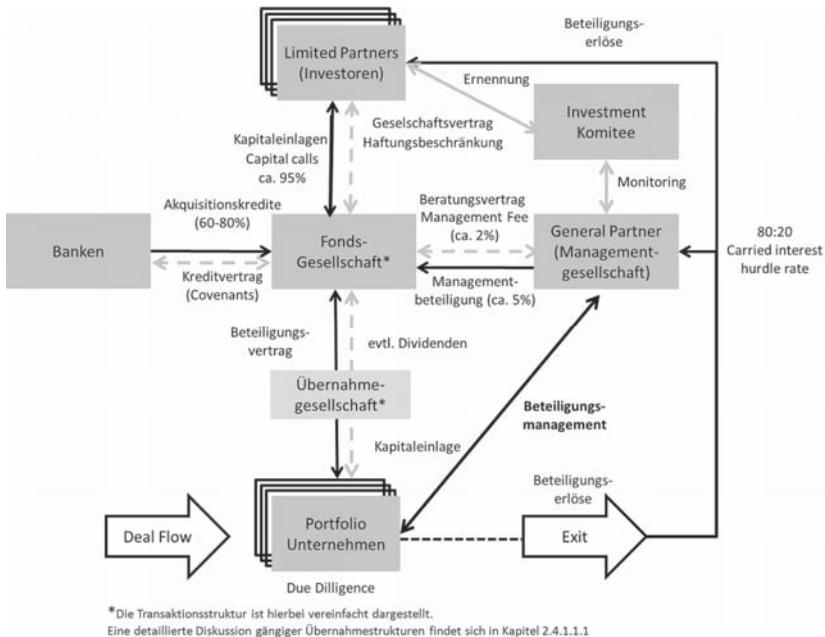


Abbildung 12: Aufbau und Struktur eines PE-Fonds

Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Becker (2009) S.21 und Pfeifer (2008) S.33

Diese Kapitalzusagen werden erst im Anlassfall einer Unternehmensakquisition durch den Fonds abgerufen¹⁷⁹ und stellen zugleich die Haftungsbeschränkung dar. Als Komplementär (*General Partner* bzw. *GP*) tritt die jeweilige Managementgesellschaft auf, die den Fonds aufsetzt.¹⁸⁰ Die Managementgesellschaft agiert als Holdinggesellschaft und verwaltet mehrere Fonds in unterschiedlichen Stadien ihres Lebenszyklus.¹⁸¹

178 vgl. Zahradnik (2003) S.409.

179 In der PE-Praxis wird dieses Abrufen auch Drawdown genannt. Vgl. Meyer und Mathonet (2005) S.333.

180 Zwischen Fonds und der Managementgesellschaft wird in der Regel ein gesonderter Management- oder Beratervertrag abgeschlossen. Vgl. Zahradnik (2003) S.421.

181 vgl. Sahlman (1990) S.488.

Ein zentrales Instrument zur vertraglichen Regelung der Investor-Fonds-Beziehung ist der Gesellschaftsvertrag. In diesem werden die Veranlagungsvorschriften,¹⁸² Veräußerungsregelungen, Haftungsfragen sowie Organe, Informations- und Kontrollrechte geregelt.¹⁸³ Die Managementgesellschaft erhält für die Administration des Fonds eine *Management Fee*.¹⁸⁴ Diese soll vorwiegend die operativen Kosten der Fondsadministration decken, nicht aber einen Profit für die Managementgesellschaft bilden.¹⁸⁵ Zur Schaffung positiver finanzieller Anreize stehen in der Regel zwei Instrumente im *Subscription Agreement* zur Verfügung.

Zur Verteilung der Risiken und zur Schaffung positiver Anreize wird zumeist zusätzlich eine 1-5 prozentige¹⁸⁶ kapitalmäßige Beteiligung der Managementgesellschaft an dem von ihr verwalteten Fonds verlangt.

Das zweite Instrument erfolgsabhängiger Kompensationsstrukturen stellt die Vereinbarung über die Verteilung der Überschussrendite oder *Carried Interest* dar. Sofern der Fonds eine gewisse Mindestrendite (*Hurdle Rate*¹⁸⁷) für die Investoren ausschütten kann, wird die Überschussrendite in einem für den Kommanditisten vorteilhaften Verhältnis aufgeteilt.¹⁸⁸ Die Auszahlung des *Carried Interest* erfolgt nach dem Wasser-

182 Veranlagungsvorschriften können beispielsweise eine branchenmäßige oder kapitalmäßige Beschränkung der Beteiligungen vorsehen. Vgl. Sahlman (1990) S.499.

183 Wichtige Bestimmungen sind beispielsweise die Key Person Provision, welche den Kommanditisten ein Rücktrittsrecht einräumt, wenn ein/e wichtige/r PE-Manager/in den Fonds verlässt. Häufig Anwendung finden auch sogenannte Bad Leaver Clauses, die die Bedingungen einer vorzeitigen Auflösung des Fonds regeln. Vgl. Zahradnik (2003) S.413f sowie Meyer und Mathonet (2005) S.36f.

184 vgl. Gietl et al. (2008) S.9.

185 Zur Kompensation des umfangreicheren Beteiligungsmanagement in früheren Unternehmensphasen weisen VC-Fonds zumeist erfolgsunabhängige Vergütungskomponenten auf. Vgl. Meyer und Mathonet (2005) S.12.

186 In riskanten Fonds, wie etwa bei Venture Capital, werden regelmäßig geringere Kapitalbeiträge der Managementgesellschaften erwartet als in weniger riskanten Fonds, wie etwa Funds of Funds. Vgl. Meyer und Mathonet (2005) S.34 sowie Gietl et al. (2008) S.9.

187 Die branchenübliche Hurdle Rate ist Schwankungen unterworfen. Im Jahr 2008 lag sie bei mehrheitlich bei 8% p.a. Vgl. Becker (2009) S.21 sowie Friedman (2010) S.143.

188 In der Regel liegt das Aufteilungsverhältnis bei 80% zu 20% zu Gunsten der General Partner. Renommiertere PE-Fonds haben höhere Partizipationsraten. Friedman (2010) S.141.

fall-Prinzip¹⁸⁹, wobei der Anteil der Kommanditisten vorrangig bedient wird. Die *Carried Interest* ist somit eines der wichtigsten Anreizinstrumente in der Investor-Fonds-Beziehung.¹⁹⁰

Grundsätzlich ist der Fonds nicht den Weisungen der Investoren unterworfen. Zur Kontrolle der Fondsaktivität wird aber in der Regel ein unabhängiger Investmentbeirat etabliert, der besondere Einspruchsrechte besitzt.¹⁹¹ Die Mitarbeiter/innen der Managementgesellschaft übernehmen im Namen des Fonds die Suche nach geeigneten Beteiligungsunternehmen, das Beteiligungsmanagement und die Veräußerung der Beteiligungen. Grundsätzlich erfolgen während der Fondslaufzeit, mit der Ausnahme von Dividenden, keine Auszahlungen an die Investoren. Diese bekommen erst bei Schließung des Fonds ihr Kapital ausbezahlt.

Die Strukturierung von PE-Fonds zeigt die zentrale Rolle von Anreizstrukturen zwischen Investor und PE-Fonds. Für den Fortgang der Untersuchung ist entscheidend, dass die Anreizstrukturen des PE-Investors sich direkt auf das Beteiligungsmanagement¹⁹² und die *Governance*¹⁹³ gegenüber der PU auswirken. Es entsteht eine komplexe zweiseitige *Agency-Beziehung*,¹⁹⁴ die eine einseitige isolierte Betrachtung nicht erlaubt.

189 Die Hurdle Rate kann entweder auf Basis einzelner Investments (deal-by-deal) oder auf Basis des gesamten Fonds berechnet werden. Vgl. Meyer und Mathonet (2005) S.32.

190 Eine zu hohe Hurdle Rate könnte unter Umständen dazu führen, dass Investment-Manager/innen zu lange an unprofitablen Beteiligungen festhalten, oder dass ganze Fonds, bei denen die Hurdle Rate wohl nicht erreicht wird, zu Gunsten vielversprechender Fonds vernachlässigt werden. Außerdem schafft eine zu hohe Hurdle Rate bei gleichzeitiger Begrenzung der Verluste einen Anreiz zu exzessiver Risikoübernahme. Vgl. Sahlman (1990) S.496.

191 vgl. Zahradnik (2003) S.419f.

192 Für eine ausführliche Diskussion des Beteiligungsmanagement von PE-Investoren siehe Unterkapitel 4.3.

193 Eine detaillierte Betrachtung der PE-spezifischen Governance-Strukturen findet sich in Unterkapitel 4.3.3.2.

194 vgl. Haagen (2008) S.486 sowie Bruton et al. (2010) S.493. Die neue Institutionenökonomie und insbesondere die Agency-Theorie dominiert die Forschung zu PE. Vgl. Landau (2010) S.71. Eine ausführliche Agency-theoretische Analyse des PE-Fondszyklus liefert Norton (1995).

2.4.1.1.2. Kapitalakquise (Fundraising)

Das *Fundraising* von möglichen Investoren stellt chronologisch den zweiten Schritt des Fondszyklus dar.¹⁹⁵ Die Zusammensetzung der Investorenschaft hat einen starken Einfluss auf die Struktur, administrativen Auflagen und die operationelle Flexibilität des Fonds. Eine systematische Klassifizierung von Investoren liefert Landau (2010). Insbesondere die Interessenslage der Investoren spielt eine entscheidende Rolle bei der Investmentstrategie des Fonds, so gibt es Investoren, die primär finanzwirtschaftliche Ziele verfolgen, während bei anderen Investoren strategische Überlegungen im Vordergrund stehen.¹⁹⁶

Durchschnittlich verbrachte eine Managementgesellschaft im Jahr 2008 15 Monate mit der Suche nach Investoren, welche in der Regel auf zwei *Fundraising* Kampagnen aufgeteilt sind.¹⁹⁷ Eine wichtige Rolle im *Fundraising* Prozess spielen sogenannte *Placement Agents*.¹⁹⁸ Dabei handelt es sich um spezialisierte Intermediäre, welche im Auftrag des PE-Fonds *Fundraising* betreiben.¹⁹⁹

Als Geldgeber kommen insbesondere Banken (18,4%), Pensionsfonds (14,4%), FoF (13,5%), staatliche Institutionen (11,8%), Versicherungsgesellschaften (9,3%) und Unternehmen (6,3%), sowie Familienstiftungen (4,9%) und Privatpersonen (3,5%)²⁰⁰ in Frage. Allerdings bestehen hierbei gravierende regionale Unterschiede²⁰¹ aufgrund unterschiedlicher Ent-

195 In der Praxis finden aber selbstverständlich bereits vor der tatsächlichen Gründung des Fonds Gespräche mit möglichen Investoren statt, um das Risiko einer zu geringen Kapitalausstattung zu reduzieren.

196 vgl. Landau (2010) S.34.

197 vgl. Kuckertz und Middelberg (2008) S.560.

198 vgl. Kuckertz und Middelberg (2008) S.561. Unter den bekanntesten Placement Agents sind MVision PE Advisers, Credit Suisse Private Fund Group, Citi Alternatives Distribution Group, UBS Investment Bank Private Funds Group. Vgl. Friedman (2010) S 137.

199 vgl. Meyer und Mathonet (2005) S.337.

200 Die Angaben beziehen sich auf die anteilmäßige Aufteilung des gesamten Fundraising auf die unterschiedlichen Investorenklassen im europäischen PE-Markt im Jahr 2009. Vgl. EVCA (2009c).

201 In Österreich stechen insbesondere der vergleichsweise hohe Anteil an Versicherungsgesellschaften (20%) und Banken (8,9%) als auch die vollkommene Abwesenheit von Pensionsfonds ins Auge. Vgl. AVCO (2009). Für die relative Unterentwicklung des österreichischen PE-Marktes zeigen sich nach Peneder et al. (2006) S.54 vor allem die Bestimmungen des österreichischen Steuerrechtes und die restriktiven gesetzlichen Veranlagungsvorschriften für institutionelle Inves-

wicklungsstadien der PE Märkte und unterschiedlicher institutioneller und rechtlicher Gegebenheiten.²⁰² Darüber hinaus ist das PE-*Fundraising* in hohem Ausmaß von konjunkturellen Faktoren abhängig.²⁰³ In den letzten Jahren zwischen 2004 und 2008 zogen die hohen Renditen von PE-Fonds hohe Summen an Kapital an, was einen derzeitigen Kapitalüberschuss verursachte.²⁰⁴ Dies führte zu einem Anstieg des Wettbewerbs im Kampf um renditestarke PU. Auf Ebene des PE-Fonds hängt der Erfolg des *Fundraising* vor allem von der Reputation und der vergangenen Performance des Management-Teams ab.²⁰⁵ Weitere wichtige Einflussfaktoren sind das Netzwerk des Fonds sowie die Ausgestaltung des lokalen Kapitalmarktes.²⁰⁶

Die Zusammensetzung der Investoren ist entscheidend für den Handlungsspielraum von PE-Investoren und somit auch für das Beteiligungsmanagement.²⁰⁷ So haben sogenannte *Captive Funds* in der Regel weitaus geringere Restriktionen und Auflagen als öffentliche *Independent Funds*.²⁰⁸ Sofern es der Managementgesellschaft gelingt, genügend Kapitalzusagen für die Errichtung des Fonds (*Closing*) einzuwerben²⁰⁹, kann

toren (insb. von Pensionsfonds und Versicherungen) verantwortlich. Vgl. Pender et al. (2006) S.54.

202 Poterba (1989) S.65 untersuchen insbesondere die Rolle der Besteuerung von Kapitalerträgen.

203 vgl. Gompers und Lerner (1999) S.9. Landau (2010) S.75 spricht von einer originären Agency-Beziehung zwischen Investor und Managementgesellschaft und einer derivaten Agency-Beziehung zwischen Managementgesellschaft und PU.

204 vgl. Gietl et al. (2008) S.4.

205 vgl. Gompers und Lerner (1999) S.28.

206 vgl. Yuk-Shee et al. (1990) S. 366 übernommen in Hendel (2003) S.31. No de novo Bestimmungen verhindert eine Neuverhandlung der Beteiligung mit dem bestehenden PE-Investor oder alternativen Investoren und bindet den Unternehmensgründer für die Beteiligungsdauer an den Beteiligungsvertrag auch für den Fall, dass ein besseres Finanzierungsangebot vorliegen sollte.

207 Die Rolle der Limited Partner wird in zahlreichen Studien untersucht. Hierbei steht insbesondere der Unterschied zwischen captive und independent Fonds im Vordergrund. Hierzu Gompers und Lerner (1998), Bascha und Walz (2001a) sowie Van Osnabrugge und Robinson (2001).

208 So ist beispielsweise der Exit-Druck bei größeren Publikumsfonds größer als bei sogenannten Closed Shops, bei denen in der Regel die Veranlagungsrichtlinien während der Fondlaufzeit leichter neuverhandelt werden können.

209 Von den 1624 Fonds, welche im Jahr 2008 Fundraising betrieben, konnten 2,6% (43 Fonds) nicht genügend Kapital aufnehmen, um den Fonds aufzusetzen. Vgl. Friedman (2010) S.31.

mit der Suche nach geeigneten Unternehmensbeteiligungen, in der PE-Praxis *Deal-Flow* genannt, begonnen werden.

2.4.1.1.3. *Beteiligungsakquise (Deal-Flow)*

Der Zugang zu wachstumsstarken Beteiligungen ist für PE-Investoren von entscheidender Bedeutung. Hierbei steht PE-Investoren eine Reihe von Kanälen zur Verfügung. Abbildung 13 fasst diese möglichen Quellen in drei Kategorien zusammen und zeigt die wichtigsten Einflussfaktoren auf die Effizienz und Qualität des *Deal-Flows* eines PE-Investors.

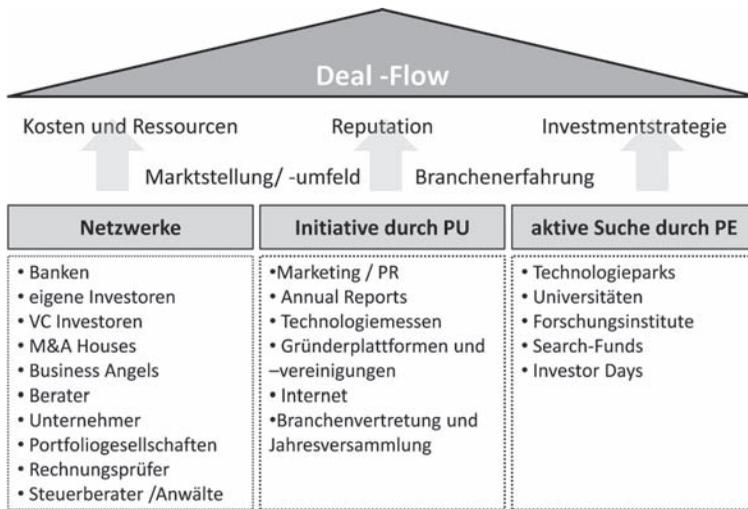


Abbildung 13: Deal-Flow-Quellen und Determinanten

Quelle: Mitschke-Collande (2010) S.23 basierend auf Betsch et al. (2000) S.119

Nach Betsch et al. (2000) kann man *Deal-Flow-Quellen* grob in die Kategorien:²¹⁰

- Netzwerk,
- initiative Kontaktaufnahme des PU (direkte Anfrage) und
- aktive Suche durch den PE-Investor

unterteilen.²¹¹

210 Betsch et al. (2000) S.119.

Die umfangreiche Literaturanalyse erbrachte nur eine Studie, welche die Beteiligungsakquise mit der erwirtschafteten Rendite durch den PE-Investor in Beziehung setzt. In der Untersuchung unterteilen die Autoren den *Deal-Flow* in vier unterschiedliche Kategorien²¹²:

- Beteiligungen mit öffentlichen Ausschreibungsverfahren,
- Beteiligungen, die durch Intermediäre²¹³ an den Fonds herangetragen werden,
- Beteiligungen, die aus dem Netzwerk des Fonds entstammen, sowie
- Beteiligungen, die aus pro-aktiver Suche durch den Fonds resultieren.

Die Analyse über 205 PU ergab, dass die proaktive Beteiligungssuche durch den Investor die höchsten, und öffentliche Ausschreibungsverfahren die niedrigsten Renditen erzielten.²¹⁴ Im Rahmen dieser Dissertation soll auf eine detaillierte Beschreibung der einzelnen Quellen verzichtet werden, da diese nicht im Zentrum der Betrachtung stehen. Angesichts der wissenschaftlichen Bedeutung ist jedoch auf das Problem der adversen Selektion hinzuweisen, das durch den selektiven *Deal-Flow* verursacht wird. Seit das Problem – in einem anderen Kontext – von Akerlof (1970) erkannt wurde, entwickelte sich eine rege Diskussion, ob dieses Problem auch im Bereich der Beteiligungsfinanzierung auftritt.²¹⁵ Für den Fortgang der Arbeit ist das Problem der adversen Selektion von großer Bedeutung, da sich aus ihr die Konsequenz ergeben würde, dass vorwiegend *Lemons* – also Unternehmen, denen aufgrund ihrer unterdurchschnittlichen Renditemöglichkeiten keine kostengünstigeren Fi-

211 Es ist anzumerken, dass eine trennscharfe Zuordnung der einzelnen Deal-Flow-Quellen zu den von Betsch et al. (2000) S.119 erarbeiteten Kategorien nicht immer zweifelsfrei möglich ist, und dass die Kategorien sich überschneiden können. Vgl. Mitschke-Collande (2010) S.23. Eine Umfrage zur Wichtigkeit einzelner Deal-Flow-Quellen findet sich in Weber und Nevries (2006) S.82.

212 Kreuter et al. (2006) S.6.

213 Diese Intermediäre werden auch als V2Cs bezeichnet und erfüllen, über die Vermittlung von Investoren und PUs hinaus, oft noch weitere Serviceleistungen. Vgl. Jungman (2003) S.354 und Walz und Wittmann (2009) S.50.

214 vgl. Kreuter et al. (2006) S.7.

215 Als Beiträge zur adversen Selektion im PE-Markt sind beispielsweise Amit et al. (1990), Houben (2002) sowie Cumming (2006a) zu nennen.

finanzierungsquellen offenstehen – auf eine PE-Finanzierung zurückgreifen.²¹⁶

Wichtig für den Fortgang der Untersuchung ist außerdem anzumerken, dass der *Deal-Flow* in hohem Maße von strategischen und Kostenüberlegungen beeinflusst wird. Darüber hinaus spielen Reputation, *Signalling* und das Konkurrenzumfeld eine große Rolle.²¹⁷ In jüngsten Jahren konnte beispielsweise eine Erosion der Marktmacht der PE-Investoren beobachtet werden. Das Überangebot an verfügbaren Mitteln und die steigende Konkurrenz unter PE-Investoren²¹⁸ haben zu einem Bedeutungsanstieg proaktiver *Deal-Flow*-Quellen und zu einem zunehmenden Differenzierungswettbewerb geführt.²¹⁹ Insbesondere die endogenen Wertschöpfungsbeiträge und die zusätzlichen Serviceleistungen,²²⁰ welche im Zentrum dieser empirischen Untersuchung stehen, haben sich als Differenzierungsmerkmal etabliert.

2.4.1.1.4. Beteiligungswürdigkeitsprüfung (*Due Diligence*)

Der *Deal-Flow* wird von Investment-Manager/innen in einem Initial Screening einer Grobprüfung unterzogen. Erst dann werden die PU in einer detaillierten *Due-Diligence* auf ihr Potential untersucht. Anders als

216 Diese Annahme entspricht auch der von Myers und Majluf (1984) geprägten Pecking Order Theory, nach der ein Management mit Informationsvorsprung immer Innenfinanzierung und Kreditfinanzierung einer Beteiligungsfinanzierung vorzieht. Dementsprechend wäre auch eine unterdurchschnittliche Performanceentwicklung der PU im Vergleich zu anderen Unternehmen zu erwarten, was in direktem Gegensatz zu der in der vorliegenden Arbeit zu überprüfenden Value-Added-Hypothese steht. Eine der Pecking Order Theory widersprechende Theorie stellt die auf Modigliani und Miller (1958) basierende und auf Kraus und Litzenberger (1973) zurückgehende Trade-Off Theory dar. Vgl. Frank und Goyal (2007) S.7.

217 Smith (2010) S.174 bezeichnet den Markt für PE/VC-Reputation als den „Klebstoff“, der den Markt für Risikokapital zusammenhält und attestiert diesem aber gleichzeitig eine geringe Effizienz. Unternehmen verfügen nicht über ausreichend Möglichkeiten, eine differenzierte Entscheidung zwischen alternativen Investoren zu treffen.

218 Sichtbarstes Zeichen dieses Überangebots sind die sogenannten Beauty Parades und Beteiligungsauktionen. Sweeting und Wong (1997) S.126 und Cumming et al. (2007) S.455.

219 Dem gestiegenen Wettbewerb versuchen PE-Fonds vermehrt durch kooperative Strategien (insb. Deal-Flow-Sharing, und Syndizierung) entgegenzukommen. Mitschke-Collande (2010) S.138.

220 Zu den endogenen Werttreibern siehe auch Unterkapitel 2.4.2.2.3 und zu den sogenannten Value-Added-Services siehe auch Unterkapitel 4.3.4.

die Verwendung des englischen Begriffs suggeriert, geht es hierbei weniger um die Erbringung eines Entlastungsbeweises als um eine detaillierte transaktionsbegleitende Rendite- und Risikoanalyse.²²¹ Darunter wird im Allgemeinen die „*kaufvorbereitende Prüfung im Rahmen eines Unternehmenskaufes*“²²² verstanden. Hierbei unterzieht der Käufer das Kaufobjekt unterschiedlichen Überprüfungen unter „*angemessener Sorgfalt*“.²²³ Zu den wichtigsten Teilbereichen einer *Due-Diligence* gehören:²²⁴

- Financial *Due-Diligence*
- Legal *Due-Diligence*
- Tax *Due-Diligence*
- Management *Due-Diligence*
- Environmental *Due-Diligence*
- Insurance *Due-Diligence*
- Production *Due-Diligence*
- Marketing *Due-Diligence*

Dem redlichen Verkäufer kommen bei der Veräußerung gesetzlich aktive Aufklärungspflichten zu, er haftet aber nicht für den Zustand des Unternehmens.²²⁵ Aus diesem Grunde hat der Käufer ein Interesse, sein Mängelrisiko durch die Erarbeitung vertraglicher Zusicherungen hinsichtlich der Eigenschaften des Kaufgegenstandes abzusichern.²²⁶ In der Praxis sind mehrseitige Gewährleistungskataloge daher die Regel.

Ziel der *Due Diligence* ist die Reduktion der Informationsasymmetrien zwischen Käufer und Verkäufer und somit die Ermöglichung einer fundierten Investitionsentscheidung.

221 vgl. Schwarz (2003) S.178.

222 Schmidberger (2003) S.378.

223 Im Rahmen der Pflicht eines ordnungsgemäßen Geschäftsführers ist der Käufer sogar regelmäßig verpflichtet, eine *Due-Diligence* durchzuführen. Vgl. Schmidberger (2003) S.393.

224 Schmidberger (2003) S.378.

225 Eine Ausnahme ist hierbei die Haftung für wissentlich falsche Auskünfte von Organen und Mitarbeiter/innen, sowie für fahrlässige Fehlinformation durch externe Berater. Vgl. Schmidberger (2003) S.403.

226 Diese Zusicherungen werden in der Praxis in Anlehnung an den US-amerikanischen Terminus oft *Representations* oder *Warranties* genannt.

2.4.1.1.5. Investitionsentscheidung

Ausgehend von Tyebjee und Bruno (1984) untersuchte eine Reihe wissenschaftlicher Beiträge die von den Investoren bei der Investitionsentscheidung herangezogenen Kriterien.²²⁷ In ihrer wegbereitenden Faktorenanalyse reduzierten die beiden Autoren die 23 Investitionskriterien auf fünf Entscheidungsfelder:²²⁸

- Marktattraktivität (Größe, Wachstum, Kundenzugang, Marktnachfrage)
- Produktdifferenzierung (Einzigartigkeit, Patentschutz, technische Überlegenheit, Umsatzmarge, Substitutionsgefahr)
- Managementfähigkeiten (Marketing-, Finanz- und generelle Managementkompetenzen sowie Referenzen)
- Marktumfeld (technologische Lebenszyklen, Eintrittsbarrieren, Branchenschwankungen, Verlustrisiko)
- Veräußerungsmöglichkeiten für die Unternehmensbeteiligung (*Trade Sale*, IPO etc.)

In weiteren Beiträgen versuchten Tyebjee und Bruno (1984) das Entscheidungsmodell mit Performancekennzahlen in Verbindung zu setzen.²²⁹ In Folgestudien wurde insbesondere die Rolle des PU-Managements²³⁰ sowie die Attraktivität des Marktes²³¹ als entscheidende

227 Tatsächlich ist die Investitionsentscheidung eines der am öftesten untersuchten Elemente des PE-Geschäftsmodells. Die Literaturanalyse des Autors brachte alleine 55 Beiträge zu Tage. Die überwiegende Mehrzahl an Studien widmet sich hierbei den Entscheidungskriterien von VC-Fonds. Dem Autor ist keine derartige Studie im Bereich von Spätphasenfinanzierungen bekannt. Erstaunlicherweise nehmen fast alle Studien ausschließlich die Perspektive des Investors ein und ignorieren weitgehend die Gründe von PU, einen Investor an Bord zu holen.

228 Drei Investitionskriterien Produktionskapazitäten, Verfügbarkeit von Rohstoffen sowie die Gefahr von regulatorischen Eingriffen konnten keinem spezifischen Faktor zugeordnet werden. Tyebjee und Bruno (1984) S.1058.

229 Die daraus gewonnenen Erkenntnisse sind aber aus mehrerlei Hinsicht als problematisch anzusehen. Zum Ersten verwenden die Autoren die erwartete Rendite als ex-ante-Performancemaß. Zum Zweiten lässt die geringe Anzahl an Beobachtungen Zweifel an der Methodik aufkommen.

230 Beiträge, die die Rolle des PU-Managements als Entscheidungskriterium hervorheben, beinhalten Brettel (2001) S.310ff sowie MacMillan et al. (1985) S.128. Allerdings konnten MacMillan et al. (1987) S.131 in einer Folgestudie keinen signifikanten Einfluss dieses Entscheidungskriteriums auf die spätere Entwicklung der PU feststellen.

Kriterien identifiziert. Der Versuch der Systematisierung der Entscheidungskriterien wurde in weiterer Folge noch unzählige Male mit unterschiedlicher Schwerpunktsetzung und weitgehend ähnlichen Ergebnissen repliziert.²³² Zusammenfassend brachten diese die Indikationen dafür, dass die Investitionskriterien regional und über die Finanzierungsphasen hinweg unterschiedlich sind,²³³ dass die Investitionsentscheidung nicht immer bewusst erfolgt²³⁴ und dass sie mit steigender Erfahrung des/der PE-Manager/in nicht zwangsläufig an Qualität gewinnt.²³⁵

Die Investitionsentscheidung ist ursächlich für eines der grundlegenden methodischen Probleme der PE-Forschung, das Endogenitätsproblem.²³⁶ Dieses steht im diametralen Gegensatz zum Problem der adversen Selektion und besagt, dass PE-Investoren gezielt Unternehmen mit überdurchschnittlichen Wachstums- und Renditechancen auswählen.²³⁷ Mit der positiven Investitionsentscheidung beginnt die Phase der Beteiligungsverhandlung und Unternehmensbewertung.

2.4.1.1.6. Beteiligungsverhandlung und Unternehmensbewertung

Nach positiver Investitionsentscheidung tritt der PE-Fonds mit den Altgesellschaftern in Verhandlung. Hierzu setzen die beiden Parteien einen

231 Zu Marktattraktivität als Entscheidungskriterium siehe beispielsweise Rah et al. (1994) S.522.

232 Hierzu beispielsweise Robinson (1987), Dixon (1991), Hall und Hofer (1993), Fried und Hisrich (1994), Muzyka et al. (1996), Zacharakis und Meyer (1998), sowie Eisele et al. (2002). Eine sehr gelungene Literaturzusammenfassung liefert Brettel (2001) S.308 im deutschsprachigen Raum.

233 vgl. Knight (1994) S.34, Manigart et al. (1997) S.41 sowie Lockett und Wright (2002) S.190.

234 vgl. Zacharakis und Meyer (1998) S.72.

235 Als Grund hierfür nehmen Zacharakis und Shepherd (2001) S.311 an, dass mit steigender Anzahl an durchgeführten Transaktionen eine Überschätzung (overconfidence) der eigenen Beurteilung entsteht, die dazu führt, dass zu stark an bewährten Bewertungsmustern festgehalten wird. Auch Kranz (2008) S.198 kommt in seiner Umfrage zur Nutzenbewertung der Managementunterstützung unter PU zu einem ähnlichen Ergebnis.

236 Eine ausführliche Diskussion zum besonderen Endogenitätsproblem bei PE-Impact-Studien folgt in Unterkapitel 3.2.

237 Die Fähigkeit, PU mit überdurchschnittlichem zukünftigen Wachstums zu identifizieren, würde in weiterer Folge dazu führen, dass ein beobachtetes erhöhtes Wachstum von PU nicht zwangsläufig in einem Kausalbezug zur Einflussnahme des Investors steht, sondern durch die gelungene Auswahl vielversprechender Unternehmen zustande kommen könnte.

sogenannten *Letter of Intent* auf,²³⁸ in dem der Wille beider Parteien, einen bindenden Kaufvertrag zu unterzeichnen, festgehalten wird und die Exklusivität der Verhandlungsführung eingeräumt wird. In manchen Fällen werden im *Letter of Intent* bereits gewisse Preisober- und -untergrenzen sowie die Verteilung eventueller Wechselkursrisiken für den folgenden Hauptvertrag festgelegt. Des Weiteren einigen sich die Parteien auf die Grundsätze der bevorstehenden Unternehmensbewertung.²³⁹

Diese stellt zugleich eine der wohl größten Herausforderungen und sensibelsten Stufen im Beteiligungsprozess dar. Bei der Kaufpreisfindung treffen die gegensätzlichen Interessen, Erwartungen und Informationsstände zwischen PU und PE-Investor aufeinander. Neben den interessenbezogenen Problemen bestehen aber auch auf methodischer Ebene besondere Herausforderungen.²⁴⁰ So gestaltet sich insbesondere im

238 Ein *Letter of Intent* ist nach OGH Judikatur als: „... ein Element im Rahmen von Vertragsverhandlungen und daher ein Instrument des Vertragsrechtes. Er wird als erster Schritt im Verlauf eines geplanten Vertragsabschlusses mit der Absicht erstellt, den bisherigen Abschnitt der Vertragsverhandlungen zu beenden, an dem gemeinsam Erreichten festzuhalten und von den noch offenen, also noch klärenden Aspekten abzugrenzen. Er wird daher nach dieser Intention nicht als vertragserzeugende Erklärung angesehen, sondern enthält die Vermutung dafür, dass kein bindendes Angebot bezüglich des intendierten Hauptvertrages vorliegt.“ OGH 7.12.1995 2 Ob 72 1127/94 (1995). Er beinhaltet außerdem Geheimhaltungs- und Offenlegungspflichten beider Parteien, summiert das bisherige Verhandlungsergebnis und legt die weitere Verfahrensweise insbesondere den Informationsaustausch fest. Er ist Grundlage der vorvertraglichen Schutz- und Treuepflicht und begründet eine Haftung insbesondere wegen *Culpa in Contrahendo*. Für eine ausführliche Diskussion der rechtlichen Grundlagen des *Letter of Intent* seien Leserinnen und Leser auf Hochedlinger (2003) S.358 verwiesen.

239 In der Regel wird diese Willensbekundung durch Sicherheiten wie etwa Bankgarantien oder Patronatsklärungen gedeckt. Vgl. Hochedlinger (2003) S.361. Zum Schutz vor unvorhergesehenen Ereignissen, welche die Vertragsgrundlage bzw. die wirtschaftliche Lage des zu erwerbenden Unternehmens während des Verhandlungsprozesses in substantieller Weise gefährden, sichern sich PE-Investoren in der Regel durch sogenannte *Material Adverse Change Clauses* (MAC Clause) ein Rücktrittsrecht. Vgl. Gaughan (2002) S.20.

240 Zum Thema Unternehmensbewertung gibt es eine Vielfalt an Publikationen. Zu nennen wären etwa Henselmann und Kniest (2002), Copeland et al. (2002) oder Bachl (2009). Die Anzahl jener Veröffentlichungen, die sich auf die Bewertung von Wachstumsunternehmen oder den PE Bereich spezialisieren, ist insgesamt weitaus geringer und beinhaltet Schwetzler und Piehler (2002), Hendel (2003), Dolezych (2003), Achleitner und Nathusius (2004), Walter (2004), Schönbauer (2005), sowie Gleißner und Schaller (2008).

Frühphasenbereich die Bewertung von PU schwierig. Die Ursachen hierfür sind zum einen in dem Mangel an historischen Erfahrungswerten bezüglich der Geschäftsentwicklung des Unternehmens zu sehen, zum Anderen haben etablierte Unternehmen bereits einen gewissen Ausleseprozess überstanden, der zumindest ein Indiz für ein funktionierendes Geschäftsmodell darstellt.²⁴¹

Die Berücksichtigung von zukünftigem Wachstum in der Bewertung und die Prognose desselben stellen die größten Probleme bei der Bewertung von Wachstumsunternehmen dar. Aus diesem Grund bedienen sich PE-Investoren oft vereinfachter Verfahren.²⁴² An fundamentalanalytischen Bewertungsverfahren finden unter VC-Gebern vor allem *Discounted Cash-Flow*-Methoden, Ertragswert-Methoden und Substanzwert-Methoden Anwendung.²⁴³ Hierbei stellt insbesondere die Ermittlung eines risikoadäquaten Diskontierungssatz die größte Schwierigkeit dar.²⁴⁴ Die Bewertung nach dem Realoptionsansatz spielt durch ihre Komplexität eine nur untergeordnete Rolle, obwohl diese wohl am besten geeignet wäre, um Wachstumsoptionen zu berücksichtigen.²⁴⁵

Viele dieser Komponenten sind nur unter sehr starken Einschränkungen über einen längeren Horizont zu schätzen, was die Anwendung derartiger Verfahren erschwert und dazu führt, dass PE Investoren in ihrer Investitionsrechnung oft pauschale Kapitalisierungszinssätze anwenden. Tabelle 5 zeigt die von Sahlman (1990) erhobenen pauschalen Kapitalisierungszinssätze nach unterschiedlichen Finanzierungsphasen²⁴⁶.

241 vgl. Hendel (2003) S.25.

242 So zeigte eine Studie deutscher VC-Geber, dass Daumenregel und Erfahrungswerte sowie einfache Bewertung mit Multiples die größte Rolle in der Unternehmensbewertung spielen. Vgl. Achleitner und Nathusius (2004) S.183.

243 vgl. Bernegger und Haimmerger (2003) S.191.

244 Theoretisch sollte der anzuwendende Diskontierungssatz folgende Komponenten abbilden: Risikofreier Zinssatz, systematisches Risiko der Unternehmensbeteiligung (insbesondere das Risiko überhöhter Cash-Flow-Vorhersagen durch das PU), Markttrisikoprämie, Liquiditätsabschlag und eine Kompensation für die durch den PE-Investor erbrachten Zusatzleistungen für das PU. Vgl. Sahlman (1990) S.512.

245 vgl. Peemöller et al. (2001) S.343 und Hendel (2003) S.116.

246 Hierbei ist allerdings festzuhalten, dass die Erhebung der Zinssätze auf die 90er Jahre zurückgeht und insbesondere seit der jüngsten Turbulenzen an den Finanzmärkten die Veränderungen der Risiko/Rendite Präferenzen eingetreten ist.

| Finanzierungsphase ²⁴⁷ | Diskontierungssatz |
|-----------------------------------|--------------------|
| Start-up Phase | 50-70% |
| Expansion Phase | 30-60% |
| Buyout Phase | 25-35% |

Tabelle 5: Idealtypische Kapitalisierungssätze von PE-Fonds nach Finanzierungsphasen
Quelle: in Anlehnung an Sahlman (1990) S.511 und Plummer und Walker (1987) S.1

Die Bewertung mit hohen Diskontierungssätzen schafft einen gewissen Sicherheitspolster für den PE-Investor, andererseits führt dieser aber zu einer pauschalen Verteuerung von PE für die finanzierten PU, wodurch die adverse Selektion verstärkt wird und vielversprechende Unternehmer unter Umständen auf alternative Finanzierungsquellen ausweichen.²⁴⁸

Die Unternehmensbewertung von Wachstumsunternehmen mit fundamentalanalytischen Ansätzen ist von methodischen Problemen und hoher Komplexität gekennzeichnet, weshalb sie in der Praxis meist mit kapitalmarktorientierten Bewertungsverfahren, insbesondere sogenannte Multiples kombiniert werden. Diese weisen zwar ihrerseits fundamentale methodische und konzeptionelle Schwächen auf, dienen aber der Steigerung der Robustheit der Ergebnisse und der Komplexitätsreduktion.²⁴⁹

Auf eine tiefgehende Diskussion der einzelnen Bewertungsverfahren soll an dieser Stelle verzichtet werden, da diese kein Kernthema der Arbeit bildet. Nicht unterbleiben darf jedoch die Erwähnung der entscheidenden Rolle, die die Kaufpreisfindung für die Rendite des Investors darstellt.²⁵⁰ Verhandlungs- und Marktarbitrage²⁵¹ stellen neben dem *Leverage*-Effekt die beiden zentralen exogenen Renditekomponenten für den

247 Die Einteilung in Finanzierungsphasen wurde von der Originalquelle in die verwendete Phaseneinteilung dieser Dissertation übergeführt.

248 vgl. Sahlman (1990) S.512.

249 vgl. Bernegger und Haimmerger (2003) S.192. Allen Schwächen voran steht die Unmöglichkeit, ein vollkommen identes Bezugsunternehmen bzw. Peer Group zu identifizieren, welches eine exakte Berechnung des Unternehmenswertes erlauben würde.

250 Eine ausführliche Diskussion der Renditekomponenten erfolgt in Unterkapitel 2.4.2.2.

251 Gietl et al. (2008) S.12 subsummierten beide Formen der Arbitrage unter dem Terminus „Werttransfer“ und unterstreicht damit, dass es sich hierbei nicht um eine wertschaffende Renditemaximierungsstrategie handelt, sondern dass bestehender Wert zwischen Verkäufer und Käufer weitergegeben wird.

Investor dar und sind somit für den empirischen Teil der Arbeit von zentraler Bedeutung.²⁵²

2.4.1.2. Die Investment-Phase

Vorausgesetzt die Preisfindung ist erfolgreich und die beiden Parteien einigen sich, so kommt in der Regel eine Beteiligung zu Stande. Die Investment-Phase beginnt somit mit der Gestaltung des Beteiligungsvertrags (Unterkapitel 2.4.1.2.1) und der Akquisitionsfinanzierung (Unterkapitel 2.4.1.2.2).

2.4.1.2.1. Der Beteiligungsvertrag

Neben der Investitionsentscheidung stellt der Beteiligungsvertrag das zweite reichhaltig untersuchte Element des PE-Fondszyklus dar. Der Beteiligungsvertrag bildet die rechtliche Grundlage der Beziehung zwischen Investor und PU²⁵³ und beinhaltet „*alle Absprachen, welche im Rahmen der Beteiligung des Kapitalgebers an dem Unternehmen getroffen werden*“.²⁵⁴ Im Vordergrund des Beteiligungsvertrages stehen *Cash-Flow* bzw. Eigentümerrechte einerseits, sowie Kontrollrechte andererseits.²⁵⁵ In einem ersten Schritt prüft der PE Investor die bestehende Satzung des PU und ergänzt diese in der Regel durch satzungsergänzende Nebenabreden. Gemäß Wöss und Helm (2003) beinhalten diese insbesondere Bestimmungen zu den folgenden Bereichen²⁵⁶:

252 Die Missachtung exogener Renditekomponenten bei der Untersuchung der Auswirkungen von PE auf die finanzierten PU würde dazu führen, dass endogene (also direkt auf den operativen Einfluss des PE-Investors zurückzuführende Renditekomponenten) überbewertet würden und unter Umständen sogar ein Kausalitätsfehlschluss erfolgen würde.

253 Analog zum Gesellschaftsvertrag zwischen PE-Fonds und seinen Investoren.

254 Wöss und Helm (2003) S.321. Eine Darstellung der Häufigkeiten typischer Vertragsvereinbarungen im deutschsprachigen Raum findet sich in Brinkrolf (2002) S.191.

255 Nach Haagen (2008) S.486 umfassen typische Cash-Flow und Eigentumsrechte in einem PE-Beteiligungsvertrag: eine bevorzugte Dividendenausschüttung, Liquidationspräferenz und eine Option zur Teilhabe an Unternehmenswertsteigerung. Kontrollrechte beinhalten typischerweise die anteilmäßigen Stimmrechte sowie besondere Interventions- und Besetzungsrechte für den Fall, dass das PU nicht die vereinbarten Meilensteine erreicht.

256 Wöss und Helm (2003) S.329.

- Zusicherungen und Garantien,²⁵⁷
- Informations-, Kontroll- und Einsichtsrechte,
- Einrichtung des Beirats oder Aufsichtsrats,
- Regelungen zur Übertragung von Geschäftsanteilen,
- Wettbewerbsklausel und
- Liquidationspräferenz und *Exit*-Absprachen.

Die Satzung bildet somit die Grundlage der Investor-Kapitalnehmer-Beziehung und setzt den Rahmen der Einflussmöglichkeiten durch den Investor. Die Bestimmungen des Beteiligungsvertrages haben folglich einen entscheidenden Einfluss auf die Auswirkung auf das PU und den Fortgang der Arbeit. Da auf die möglichen konkreten Auswirkungen auf die Investor-PU-Beziehung noch detailliert in Kapitel 3 eingegangen wird, soll an dieser Stelle nur auf die Besonderheiten eines typischen PE-Beteiligungsvertrags eingegangen werden.

In einer Studie über 213 Beteiligungsverträge kommen Kaplan und Strömberg (2004) zu dem Schluss, dass sie die beste realwirtschaftliche Approximation des vertragstheoretischen Konzepts des vollkommenen Vertrags darstellen. Sie begründen diese Behauptung mit fünf Charakteristika, die in allen untersuchten Verträgen übermäßig ausgeprägt waren:²⁵⁸

- Die Beteiligungsverträge sehen eine gesonderte Allokation von Anteilsrechten, Stimm-, Entsendungs- und Kontrollrechten sowie der Liquidationsansprüche vor.
- Die Beteiligungsverträge sind mehrheitlich als wandelbare Vorzugsaktien ausgestaltet, werden aber mitunter auch durch gezielte Kombination mehrerer Aktienklassen maßgeschneidert.
- Anteils-, Stimm- und Kontrollrechte sowie die Vereinbarungen zukünftiger Finanzierungsrunden sind gewöhnlich an objektiv messbare Kennzahlen der Geschäftsentwicklung gekoppelt.

257 Die wichtigsten Garantien betreffen gesellschaftsrechtliche, bilanzrechtliche, steuer- und beitragsrechtliche, arbeitsrechtliche sowie immaterialgüterrechtliche und öffentlich rechtliche Angelegenheiten. Vgl. Wöss und Helm (2003) S.331.

258 Kaplan und Strömberg (2004) S.426f.

- Eine schlechte Unternehmensentwicklung führt zu einer automatischen Umverteilung der Einflussrechte auf den Investor und umgekehrt.²⁵⁹
- Beteiligungsverträge beinhalten Wettbewerbsverbote und -vereinbarungen, Veräußerungsbeschränkungen für die bestehenden Eigentümer und das bestehende Management, um diese an das Unternehmen zu binden.

In der Regel strebt ein PE-Investor immer danach, einen Mehrheitsanteil und somit die Kontrolle über ein Unternehmen zu erwerben. Ist dies nicht möglich, so werden in der Regel im Beteiligungsvertrag besondere Einflussrechte eingeräumt, die den PE-Investor in eine kontrollierende Position bringen.²⁶⁰ Vorausgesetzt, die Beteiligten einigen sich auf eine konkrete Ausgestaltung des Beteiligungsverhältnisses, erfolgt die Übernahme der Anteile durch den PE-Investor und somit die Kapitalzufuhr.

2.4.1.2.2. Akquisitionsfinanzierung

Im Rahmen der Akquisitionsfinanzierung erfolgt die Kapitalzufuhr in das PU.²⁶¹ Der PE-Investor wird Mehrheits- oder Minderheitseigentümer und erfüllt seine Finanzierungsfunktion. Analog zur Gestaltung des Beteiligungsvertrages stellt die Akquisitionsfinanzierung das zweite Instrument der Einflussnahme durch den PE-Investor dar, weshalb eine ausführlichere Diskussion erst in Unterkapitel 4.3.2 im Rahmen der Auswirkungen von PE erfolgen soll. In diesem Abschnitt soll das Hauptaugenmerk daher auf die Strukturierung²⁶² der Akquisitionsfinanzierung gelegt werden.

259 Ein zentrales Instrument bietet hierbei die stufenweise Finanzierung, welche in 4.3.3.2.1 noch eingehender beschrieben wird.

260 vgl. Cotter und Peck (2001) S.101.

261 Da der PE-Investor in der Regel nicht bei Unternehmensgründung einsteigt, ist eine direkte Beteiligung zumeist nicht möglich. Die Beteiligung erfolgt daher in der Regel durch Kapitalerhöhung. In seltenen Fällen kommt es auch zu einer Veräußerung von Anteilen gegen Zuzahlung durch die Gründer. Vgl. Wöss und Helm (2003) S.321.

262 Brettel et al. (2008) S.67 unterscheiden in rechtliche Strukturierung und finanzielle Strukturierung.

In der Regel errichtet der PE-Investor (Fondsgesellschaft²⁶³) eine ausländische²⁶⁴ Zwischengesellschaft HoldCo sowie eine österreichische Erwerbsgesellschaft als Akquisitionsvehikel in Form einer GmbH (*NewCo*). Die Zwischenschaltung einer Zwischengesellschaft bringt den Vorteil einer Steuerfreiheit von Großmutterzuschüssen bei der Eigenkapitalzufuhr in das Akquisitionsvehikel.²⁶⁵

Zur Finanzierung des Kaufpreises nimmt diese Erwerbsgesellschaft ein Akquisitionsdarlehen auf,²⁶⁶ das später im Rahmen der Abwärtsverschmelzung (*Downstream Merger*) unter Beibehaltung der Abzugsfähigkeit auf die Zielgesellschaft übertragen wird (*Debt-push-Down*).²⁶⁷ Eine typische Finanzierungsstruktur einer LBO-Akquisition durch einen PE-Investor umfasst in der Regel 35% Eigenkapital, 15% Mezzaninkapital und 50% Fremdkapital.²⁶⁸ Typischerweise werden vor allem endfällige vorrangige Darlehen zur Finanzierung verwendet, da diese den Zinsdienst während der Laufzeit der Beteiligung reduzieren und erst bei der Veräußerung der Beteiligung zurückgezahlt werden können.²⁶⁹ Mit dem notwendigen Kapital ausgestattet, erwirbt die *NewCo* Anteile an der Zielgesellschaft (*OpCO*) im Rahmen eines *Share Deals*. Die erworbenen

263 In Ermangelung geeigneter rechtlicher Strukturen in Österreich werden PE-Fonds derzeit zumeist als SARL nach luxemburgischem Recht gegründet. Vgl. Steinhart (2010) S.80.

264 Steinhart (2010) S.80 nennt vor allem die Struktur der holländischen BV (Besloten Vennootschap met beperkte aansprakelijkheid).

265 vgl. Steinhart (2010) S.81.

266 Eigenkapital wird vom Fondsvermögen und bei einem MBO unter Umständen durch das Management bereitgestellt. Weitere Finanzierungsmöglichkeiten sind Verkäuferdarlehen, Besserungsscheine durch den Verkäufer oder Mezzaninkapitalfinanzierungen durch spezialisierte Mezzaninkapital Fonds. Vgl. Brettel et al. (2008) S.73.

267 vgl. Gottschalg und Kress (2007) S.87. Eine alternative Ausgestaltungsform stellt der Upstream Merger dar, bei der die Zielgesellschaft auf die Erwerbsgesellschaft verschmolzen wird. Auf diese Weise können in der Praxis auch Kapitalerhaltungsvorschriften umgangen werden. Vgl. Krieger (2006) S.64 oder Brettel et al. (2008) S.73.

268 vgl. Brettel et al. (2008) S.74. Die Kapitalstrukturen von LBO Transaktionen variierten über die Zeit stark. Vor den jüngsten Turbulenzen auf den Finanzmärkten waren weitaus höhere Fremdkapitalanteile gängig. Vgl. Shmuelson (2011) S.2.

269 vgl. Schäfer und Fisher (2008). S.13.

Geschäftsanteile der Zielgesellschaft sowie deren Tochtergesellschaften werden als Besicherung der Fremdmittel verwendet.²⁷⁰

Die Verwendung von Fremdkapital hat für den PE-Investor den Vorteil, dass die Rendite auf das eingesetzte Kapital steigt, während gleichzeitig das Risiko im Misserfallsfall begrenzt wird.²⁷¹ Beim *Debt-push-Down* besteht aber das Risiko einer bilanziellen Überschuldung der übernommenen PU, weshalb die handelsrechtlichen Regelungen zum Schutz der Substanz der Zielgesellschaft beim *Debt-push-Down* besondere Kapitalerhaltungsvorschriften, insbesondere das Verbot der Einlagenrückgewähr (GmbHG §82 und § 52, 54 AktG),²⁷² vorsehen. Dieses beschränkt bei „Kapitalgesellschaften die Rückführungsmöglichkeit, da grundsätzlich nur festgestellte Gewinne ausgeschüttet werden können“.²⁷³ Je nach Ertragskraft der Zielgesellschaft wird der PE-Investor in der Lage sein, den Rückgriff der Fremdkapitalgeber auf den PE-Fonds auszuschließen,²⁷⁴ wodurch nur die Geschäftsanteile und zukünftigen *Cash-Flows* der Zielgesellschaft (*up-*

270 Aufgrund der Regelungen zur Einlagenrückgewähr ist eine Verwendung der Assets der Zielgesellschaft zur Besicherung des Akquisitionskredites ausgeschlossen. Vgl. Steinhart (2010) S.81f.

271 vgl. Grub Brugger & Partner (2005) S.18.

272 „Der OGH hat sich mit der Frage der gesellschaftsrechtlichen Zulässigkeit des Down-stream-mergers grundlegend in der Entscheidung OGH 11.11.1999, 6 Ob 4/99b, auseinandergesetzt. Danach ist eine Verschmelzung „Down-stream“ grundsätzlich zulässig. Als Verstoß gegen die Kapitalerhaltungsvorschriften (§ 52 AktG, § 82 GmbHG) ist aber zu werten (Nichtigkeit des Verschmelzungsvertrages), wenn der Wert des übertragenen Vermögens (nach Wegfall der Beteiligung) negativ ist, da sonst eine verbotene Einlagenrückgewähr gegeben wäre. Ein Down-stream-merger ist danach nur dann zulässig, wenn trotz Nichtberücksichtigung des Wertes der Beteiligung an der Tochtergesellschaft bei der übertragenden Muttergesellschaft noch immer ein positiver Verkehrswert des zu übertragenden Vermögens gegeben ist.“ BMF GZ BMF-010201/0013-VI/6/2007 (2007) und oberstgerichtliche Rechtsprechung OGH 11.11.1999 6Ob4/99b (1999). Die wohl ausführlichste Untersuchung der Kapitalerhaltungsvorschriften im Rahmen eines PE-Buyouts liefert Steinhart (2010) im Rahmen seiner Dissertation.

273 AVCO (2004) S.47 Für den PE-Investor besteht aber die Möglichkeit über sogenannte Rekapitalisierungen einen Vermögenstransfer vorzunehmen. Hierbei nimmt die Zielgesellschaft zusätzliches Fremdkapital auf, während gleichzeitig stille Reserven aufgelöst und an den PE-Investor ausgezahlt werden. Grub Brugger & Partner (2005) S.18 sowie Schäfer und Fisher (2008) S.13. In der Studie von Gietl et al. (2008) S.39 berichteten 18,5% der deutschen PU von Rekapitalisierungsmaßnahmen mit negativem Effekt auf die Innenfinanzierungskraft des PU.

274 In der Regel bleibt nur der Rückgriff auf die Zwischengesellschaft HoldCo. Vgl. Steinhart (2010) S.81.

stream) sowie die Anteile als Sicherheiten der NewCo bzw. HoldCo (*down-stream*) zur Verfügung stehen.²⁷⁵ Die Besicherung der Vermögensgegenstände der Zielgesellschaft ist handelsrechtlich ausgeschlossen.²⁷⁶ Diese Schlechterstellung der Fremdkapitalgeber wird in der Regel durch besondere Vertragsklauseln (*Covenants*) gemindert.²⁷⁷ Darüber hinaus werden Fremdkapitalgeber in der Regel eine Refinanzierung bzw. Umschuldung bisheriger Verpflichtungen fordern, um begünstigte Zweitanprüche zu verhindern.²⁷⁸ In Abbildung 14 wird der Versuch gemacht, die komplexe Übernahmestruktur einer PE-Investition idealtypisch darzustellen. Im Rahmen der Akquisitionsfinanzierung wenden Risikokapitalgeber zahlreiche risikoreduzierende Maßnahmen an, die sich auch in alternativen Finanzierungsformen wie etwa Projektfinanzierung finden.²⁷⁹

Zu nennen sind hierbei beispielsweise der Ausschluss des Rückgriffes auf den PE-Investor, die Verwendung von Übernahmegesellschaften (*Special Purpose Companies*) und die Verwendung der zukünftigen *Cash-Flows* der Zielgesellschaft zur Besicherung des Akquisitionsdarlehens.

275 vgl. Brettel et al. (2008) S.84, Tempsch und Kurz (2010) S.9 sowie Steinhart (2010) S.81.

276 In der PE-Praxis wird die Abwälzung der Besicherung und der Tilgung auf das PU als Bootstrapping bezeichnet. Vgl. Grub Brugger & Partner (2005) S.21 sowie Krieger (2006) S.64.

277 Zu nennen wären hierbei Ausschüttungsverbote, Nachschussverpflichtungen, struktureller Vorrang im Liquidationsfall (Senior Lender Status), Verbot zukünftiger Fremdverschuldung, vorzeitige Fälligkeit (Waiver Clauses), Bindung der Konditionen an das Erreichen bestimmter Finanzziele (Financial Ratios), außerordentliche Kündigungsgründe und Ziehungsbedingungen. Vgl. Terstege und Ries (2008) S.5f sowie Tempsch und Kurz (2010) S.16.

278 Insbesondere bei großen LBO-Transaktionen treten in der Regel Bankensyndikate als Kreditgeber auf, die ihrerseits das Kreditrisiko durch Verbriefung und Verkauf am Sekundärmarkt reduzieren. Vgl. Schäfer und Fisher (2008).

279 Auch Esty (1999) S.42 bestätigt diese Analogie und schreibt: "one can think of project finance as VC for fixed assets except that the investments are 100 to 1000 times larger."

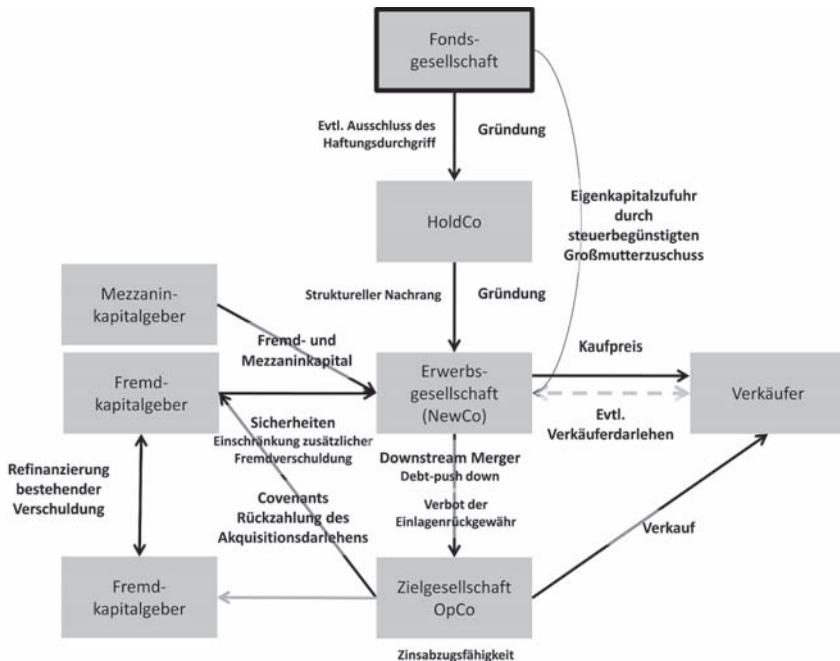


Abbildung 14: Idealtypische Strukturierung einer PE-Beteiligung

Quelle: in Anlehnung an Brettel et al. (2008), Steinhart (2010) S.80 und Tempsch und Kurz (2010)

Für die vorliegende Arbeit ist die Diskussion über die konkrete Akquisitionsfinanzierung aus zweierlei Gründen wichtig. Erstens ergibt sich aus der Verwendung von Übernahmegesellschaften ein praktisches Problem bei der Identifikation von PE-Investitionen. Zweitens, und noch viel wichtiger, stellt die Kaufpreisfinanzierung mit Fremdkapital durch den PE-Investor die letzte endogene Renditekomponente dar und ist somit essentiell für die Beurteilung des Wertbeitrages des Investors. Darüber hinaus steht das vom Investor verwendete Fremdkapital im Zentrum der öffentlichen Kritik.²⁸⁰ Ein exzessiver *Debt-push-Down* würde das zentrale Charakteristikum von PE als risikotragfähiges Eigenkapital untergraben

280 Zur exzessiven Verwendung von Fremdkapital siehe beispielsweise Financial Services Authority (2005) S.7 und 32ff, Krieger (2006) S.62ff, Van den Burg und Rasmussen (2007) S.47ff sowie Hall (2008) S.4.

und sogar zu einer Verschlechterung der Eigenkapitalausstattung führen.²⁸¹ Durch die Auszahlung außerordentlicher Dividenden nach dem Einstieg des Investors wird der Schuldendienst auf das kapitalnehmende Unternehmen abgewälzt.²⁸² Resultat derartiger Praktiken ist oftmals eine Herabstufung des Bonitätsratings. Während einzelne Studien derartige nachteilige *Debt-push-Down*-Effekte in Einzelfällen nachweisen,²⁸³ gibt es eine Reihe von wissenschaftlichen Beiträgen, die diese Sichtweise in Frage stellen.²⁸⁴ Des Weiteren hat die Belastung der Unternehmensbilanz mit zusätzlichem Fremdkapital einen positiven Effekt durch die Verringerung des Steueraufkommens.²⁸⁵ Neben der steuerlichen Begünstigung übt Fremdkapital darüber hinaus aus *Agency*-theoretischer Sicht eine wichtige Rolle aus. Schon 1989 betont Jensen (1989) in seinem richtungsweisenden Beitrag die Überlegenheit der *Leveraged Buyout* Organisationsform und begründete dies mit *Agency*-theoretischen Überlegungen. Im Detail geht er davon aus, dass die zunehmende Schuldenlast die diskretionären Spielräume des Managements begrenzt, die freien *Cash Flows* aus opportunistischen Gründen im Unternehmen zu behalten und für nicht produktive Zwecke zu verwenden. Fremdkapital nimmt daher eine gewisse Kontrollfunktion im Unternehmen ein.²⁸⁶ Es kommt aus *Agency*-theoretischer Sicht zu einem *Outsourcing* der *Governance*-Aktivität auf die Fremdkapitalgeber.²⁸⁷

281 Ernst (2010) S.90 schließt auf Basis von modelltheoretischen Überlegungen, dass ein höherer Fremdkapitalanteil und Informationsvorteile für Eigentümer Motive für volkswirtschaftlich ineffizientes Verhalten im Sinne einer Reduktion der Investitionstätigkeit nach dem PE-Buyouts darstellen können. Anzeichen für einen derartigen Effekt finden sich in einer jüngsten Matched Sample-Studie von Borell und Tykrová (2011), in welcher die Entwicklung dreier „*financial constraints*“ Kennzahlen untersucht wird.

282 Dividenden können als vorgezogene Veräußerungsgewinne gesehen werden. Sie haben aber in der PE-Praxis nur eine geringe Relevanz. Vgl. Landau (2010) S.50.

283 Zu nennen wären hierbei Rogers et al. (2008) S.7 und Gietl et al. (2008) S.39.

284 Achleitner et al. (2009c) S.7. liefert beispielsweise eine positivere Einschätzung ab.

285 Guo et al. (2007) S.24 errechnen, dass fast 29% der Renditen in LBO Transaktionen auf diesen Steuereffekt zurückzuführen sind.

286 Diese Annahme geht auf Jensen (1989) zurück und ist heute unter dem Begriff „*Free-Cash-Flow Hypothese*“ bekannt. Vgl. Baker und Wruck (1989) S.172, Walsh und Kosnik (1993) S.674ff sowie Groh (2005) S.28.

287 vgl. Berg und Gottschalg (2003) S.27 sowie Guo et al. (2007) S.20.

Demnach reduziert die Organisationsform LBO die *Agency-Kosten* zwischen Management und Eigentümer und stellt starke Anreizstrukturen zur Verfügung, die das Wachstum des Unternehmens fördern, oder sogar notwendig machen. Der Nachweis dieses Effektes beschäftigte Wissenschaftler/innen²⁸⁸ seither und führte zu teilweise widersprüchlichen Ergebnissen.²⁸⁹ Nach erfolgter Akquisition der PU folgt die Halteperiode der Beteiligung und somit das Beteiligungsmanagement durch den PE-Investor.

2.4.1.2.3. *Beteiligungsmanagement*

Das Beteiligungsmanagement stellt die zeitlich längste Phase²⁹⁰ der Beteiligung dar und ist neben dem Beteiligungsvertrag (Unterkapitel 2.4.1.2.1) und der Akquisitionsfinanzierung (Unterkapitel 2.4.1.2.2) die dritte Möglichkeit der Einflussnahme durch den PE-Investor.²⁹¹

Im Gegensatz zu anderen Investorenklassen zeichnen sich PE-Investoren durch ein sehr aktives Management der Beteiligungen aus.²⁹² Ende der 1980er Jahre legten Gorman und Sahlman (1989) und MacMillan et al. (1989) mit zwei Publikationen den Grundstein für eine ganze Reihe an Forschungsbeiträgen, die das Beteiligungsmanagement von VC-Fonds unter unterschiedlichen Gesichtspunkten beleuchten, ohne dabei den Versuch zu starten, eine direkte Wirkung des PE-Investors nachzuwei-

288 Zu nennen wären hierzu beispielsweise die Beiträge von Kaplan (1989b), Smith (1990), Lichtenberg und Siegel (1990) oder Acharya et al. (2009b).

289 Rappaport (1990) S.99 argumentiert beispielsweise dagegen und merkt an, dass der positive Effekt durch erhöhte Insolvenzgefahr, eine übermäßige Fokussierung auf kurzfristige Finanzergebnisse und eine höhere Risikoaversion des Managements aufgehoben bzw. sogar ins Negative verkehrt wird.

290 Sahlman (1990) spricht von einer durchschnittlichen Beteiligungsdauer von 4,9 Jahren in der Periode 1980 bis 1990. Eine aktuellere Studie von Strömberg (2008) S.20 zeigt, dass sich seither die durchschnittliche Beteiligungsdauer leicht auf 4,1 Jahre verkürzt hat.

291 Analog zu den beiden vorangegangenen Kapiteln soll sich die Diskussion vorerst auf die elementaren Aspekte begrenzen, während eine detaillierte Analyse des Beteiligungsmanagement im Rahmen des Wirkungsmodells in Unterkapitel 4.3 erfolgen soll.

292 Nach einer Studie von Gorman und Sahlman (1989) S.241 betreut ein typischer PE-Manager/in im Durchschnitt neun Beteiligungen, sucht die PU durchschnittlich 19 Mal im Jahr auf und steht über 100 Stunden in direktem Kontakt mit dem dortigen Management.

sen.²⁹³ Resultat dieser Beiträge ist eine erstmalige Kategorisierung des Beteiligungsmanagement von VC-Investoren in die Tätigkeitsbereiche:

- Finanzierung
- strategische Planung
- Managementrekrutierung
- operative Planung
- Vermittlung von potenziellen Kunden und Lieferanten
- Lösen von Vergütungsfragen

Auffallend ist, dass die Aspekte der laufenden Überwachung gänzlich und der Aspekt der Beratung nur auf strategischer Ebene einfließen. Rosenstein et al. (1990) erweiterten daher das Modell um diese Aspekte.²⁹⁴ In den Folgejahren wurde das Verständnis des Beteiligungsmanagement von VC-Investoren weiter verfeinert und ein differenzierteres Bild entstand.²⁹⁵ Gietl et al. (2008) kategorisiert in einer großzahligen Interviewserie die Einflussnahme des PE-Investors in Maßnahmen mit direkter und indirekter Wertschöpfungswirkung.²⁹⁶ Des Weiteren wurde versucht, die Heterogenität von Risikokapitalinvestoren abzubilden und eine differenziertere Sichtweise über das Beteiligungsmanagement unterschiedlicher Investorentypen zu gewinnen.²⁹⁷

293 Hierzu siehe Gorman und Sahlman (1989) S.231 und MacMillan et al. (1989) S.27. sowie später Sapienza (1992) S.15ff, Ehrlich et al. (1994) S.68ff und Kaplan und Strömberg (2004) S.2194ff.

294 Beide Autoren fassen den Aspekt der operativen Beratung in Anlehnung an Timmons und Bygrave (1986) unter dem Überbegriff „*Sounding Board*“ zusammen. Eine weitere Erweiterung liefert daraufhin MacMillan et al. (1989), die die Rolle des Monitoring weiter in FinanzControlling („*monitoring financial performance*“) und operatives Monitoring („*monitoring operating performance*“) unterteilen.

295 Neuere Beiträge zum Beteiligungsmanagement von PE-Investoren sind im deutschsprachigen Raum beispielsweise Brinkrolf (2002), Hofer (2005), Meier et al. (2006a) und Gietl et al. (2008).

296 Unter direkten Maßnahmen subsummiert er die „*Optimierung des Finanz- und Vermögensmanagements, die Verbesserung der strategischen Positionierung*“ sowie die „*Verbesserung operativer Geschäftsprozesse*“. Indirekte Maßnahmen beinhalten hingegen „*Einfluss auf das Management Team, auf die Governance-Struktur, auf die Organisationsstruktur und Managementsysteme*“. Vgl. Gietl et al. (2008) S.15.

297 Sorensen (2007) S.2725. weist Unterschiede zwischen dem Beteiligungsmanagement erfahrener und unerfahrener Venture Kapitalgeber nach. Kaplan und Strömberg (2004) S.2177 vermuten Unterschiede nach dem Grad der Eigenkapitalbeteiligung des Investors und Bottazzi et al. (2008) S.488 untersuchen eine Vielzahl nach Humankapital-bezogenen, organisationsbezogenen und ver-

Von großer Bedeutung ist die Tatsache, dass PE-Fonds i.e.S. einen äußerst differenzierten Zugang zum Beteiligungsmanagement haben können. Schon 1989 unterteilten MacMillan et al. (1989) in ihrer Analyse PE-Fonds auf Basis ihres Beteiligungsmanagements in drei Cluster:²⁹⁸

- Laissez Faire Involvement
- Moderate Involvement
- Close Tracker Involvement

Während *Laissez Faire*-Fonds ihr Beteiligungsmanagement vorwiegend auf *Monitoring* sowie auf die Finanzierungsfunktion beschränken, sind *Close Tracker*-Fonds tief in die operative Geschäftsführung eingebunden. Moderate Fonds hingegen passen ihr Beteiligungsmanagement der Entwicklung des Unternehmens an und sind ansonsten vorwiegend in finanzielle Fragen und in Personalentscheidungen eingebunden.²⁹⁹ Eine Reihe von Studien untersucht diese dynamische Komponente des Beteiligungsmanagements³⁰⁰ und kommt zu dem Schluss, dass PE-Investoren ihre Betreuungsleistung zumeist auf unterdurchschnittlich wirtschaftende Unternehmen konzentrieren, während Unternehmen, die die Erwartungen der Kapitalgeber erfüllen, weniger Unterstützung erhalten (oder brauchen).³⁰¹ Sweeting und Wong (1997) beschreiben den *Monitoring* Prozess als beidseitigen, dynamischen Lernprozess, bei dem die Bezie-

tragsbezogenen Determinanten des Beteiligungsmanagements auf Ebene des Investors und des PU. So zeigen sie beispielsweise, in einer neueren Studie, dass vor allem erfahrene Fonds einen aktiveren Managementstil bevorzugen. Vgl. Bottazzi et al. (2008) S.511. Kranz (2008) S.198 zeigt, dass Mehrheitsinvestoren eine höhere Intensität des Beteiligungsmanagement aufweisen.

298 MacMillan et al. (1989) S.27.

299 vgl. MacMillan et al. (1989) S.35.

300 Zu den zahlreichen Beiträgen, welche einen dynamischen Blickwinkel auf das Beteiligungsmanagement einnehmen, zählen Perry (1988), Barney et al. (1989), Flynn (1991), Sapienza und Korsgaard (1994), Cable und Shane (1997), Busenitz et al. (1997b), Bergemann und Hege (1998), Sapienza et al. (2000), Shepherd und Zacharakis (2001), De Clercq und Sapienza (2001), Higashide und Birley (2002) oder auch De Clercq und Sapienza (2006).

301 Gorman und Sahlman (1989) S.214 lieferten Anzeichen dafür, dass PE-Investoren ihre Betreuungsressourcen auf PU konzentrieren, welche hinter den Erwartungen bleiben. In einer In-Sample Analyse unterschiedlicher PU könnte dies leicht fälschlich als negative Kausalität zwischen erhaltener Betreuungsleistung und subjektiver Performance des Unternehmens interpretiert werden und könnten dafür verantwortlich sein, dass „*Close Tracker*“ PE-Investoren bei MacMillan et al. (1989) S.39 die geringste Zufriedenheitsrate mit ihrem Wachstum aufweisen.

hung zwischen Investor und PU situativ zwischen einer *Principal-Agent*-Beziehung und einer Joint-Venture Beziehung-wechselt.

Im Rahmen des Beteiligungsmanagements erfolgt die endogene Wertschöpfung.³⁰² Im Gegensatz zu exogenen Renditekomponenten wird hierbei der Unternehmenswert beispielsweise durch Wachstum oder Rentabilitätssteigerungen erhöht. Das Beteiligungsmanagement stellt somit den dritten und wichtigsten Wirkungszusammenhang und somit einen zentralen Erkenntnisgegenstand der vorliegenden Arbeit dar.

2.4.1.3. Die Veräußerungsphase (*Divestment* Phase)

Um den Fonds zeitgerecht schließen zu können, beginnen die Fonds in der Regel bereits ca. zwei Jahre vor Ende der Laufzeit mit der systematischen Veräußerung der einzelnen Beteiligungen.³⁰³ Es beginnt die Veräußerungsphase und somit die Realisierung der Wertsteigerung durch den Investor.

PE-Investoren sind in der Regel weniger an einer laufenden Verzinsung oder an einer Dividende interessiert, sondern erzielen ihre Rendite vorwiegend aus dem Veräußerungsgewinn der Unternehmensbeteiligung.³⁰⁴ Als Veräußerungsmöglichkeiten stehen hierbei vorwiegend industrielle Investoren (*Trade Sale*), die Börse (IPO), weitere PE-Fonds (*Secondary Sale*) sowie die Alteigentümer des Unternehmens (Anteilsrückkauf³⁰⁵ bzw. *Buy Back*) offen.³⁰⁶ Tabelle 6 fasst die einzelnen *Exit*-Kanäle, deren Häufigkeit 2008 und Vorteile für PE-Investor und PU zusammen.

302 Eine detaillierte Analyse der Wertschöpfungskomponenten einer PE Investition folgt in Unterkapitel 2.4.2.2.3.

303 In einigen Fällen kann es vorkommen, dass eine Beteiligung aufgrund einer sehr aussichtsreichen Exit-Möglichkeit bereits sehr früh veräußert wird. Die Wiederverwendung von Erlösen hieraus wird zumeist im Gesellschaftsvertrag unterbunden. Im Gegensatz dazu besteht in vielen Fällen aber sehr wohl die Möglichkeit, mit einfacher Mehrheit die Fondslaufzeit zu verlängern, um länger an vielversprechenden Beteiligungen festzuhalten. Vgl. Sahlman (1990) S.490 und Meyer und Mathonet (2005) S.31.

304 vgl. Pütter (2006) S27.

305 Das Ausscheiden des Investors mittels Anteilsrückkauf ist insbesondere bei Beteiligungskapital mit Beteiligungsfonds mit Fördercharakter regelmäßig vorgesehen. Es erfolgt dann zumeist in mehreren Schritten und wird auch als Abschichtung der Unternehmensanteile bezeichnet. Vgl. aws (2009) S.14. und BMF GZ 06 8603/1-IV/6/03 (2009).

| 2008 | Trade Sale | IPO | Secondary Sale | Buy Back |
|---------------------------|---|---|--|--|
| PE i.w.S. | 39,3 % | 5,1307 % | 26,3 % | 4,5 % |
| PE i.e.S. | 38 % | 4,3 % | 31,1 % | 3,5 % |
| VC | 39,4 % | 9,6 % | 10 % | 9,1 % |
| Vorteile für PE-Investor | -rasche und kostengünstige Abwicklung -geringerer administrativer Aufwand -keine Mindestgröße -Möglichkeit eines strategischen Preisaufschlags | -hohe erzielbare Rendite positive Publizität und Erhöhung des Bekanntheitsgrades -flexible Abschichtung der Anteile | -große Anzahl an möglichen Käufern -schnelle Abwicklung | -schnelle Abwicklung, da das Unternehmen den Käufern gut bekannt ist |
| Vorteile für PU | -Synergieeffekte mit Käufer -zusätzliches Know-How | -Altgesellschafter behalten Anteile -kein Entzug von Liquidität -Zugang zu weiterem Eigenkapital erleichtert -Möglichkeit zur Durchführung von Stock-Option Plänen -erhöhter Bekanntheitsgrad | -für das Unternehmen ändert sich wenig an der Governance-Situation | -geringe Kosten der Übernahme -Wiedererlangung einer Mehrheitsbeteiligung der Altgesellschafter |
| Nachteile für PE-Investor | -geringe Anzahl an Interessenten -Kaufpreis nicht objektivierbar (Resultat der Verhandlungsstärke) -Garantien und Schadloserklärungen für Käufer | -Rendite von Börsenklima abhängig -Lock-up Periode -strenge Zulassungskriterien -hoher administrativer und organisatorischer Aufwand | -geringe Rendite -keine strategische Prämie | -geringe Rendite |

(Fortsetzung auf Folgeseite)

- 306 Der Vollständigkeit halber sollte auch die Liquidation der PU genannt werden. Diese kommt in insgesamt 5,8 % aller Beteiligungen zur Anwendung. Der Anteil der Liquidationen ist naturgemäß im VC-Segment mit 10,2 % höher als im PE-Segment i.e.S. mit 4,7%. Vgl. EVCA (2009a) S.81. Nach einer jüngsten Studie durch Standard & Poor's sollen die Insolvenzraten bei von 11,7% bis 14,7% in europäischen LBOs durch die Finanzkrise stark angestiegen sein. Vgl. Watters et al. (2009) S.2.
- 307 Der Anteil an IPOs an der Gesamtheit der PE-Exits ist im US-amerikanischen Raum mit 13% deutlich höher. Vgl. Strömberg (2008) S.18.

| | | | | |
|------------------|--|---|--|---|
| Nachteile für PU | -erhöhte Abhängigkeit -Drag Along Klauseln zwingen Altgesellschafter in der Regel zu Mitveräußerung -hoher Integrations- und Adaptionaufwand | -Volatilität des Aktienkurses -hohe Kosten -zusätzliche Rechnungslegungsanforderungen -hohe administrative Anforderungen -Mitspracherechte von Aktionären -hohe Informations- und Publizitätspflichten | -für das Unternehmen ändert sich wenig an der Governance-Situation | -Buy Back ist in der Regel nur durch LBO möglich, welcher dem Unternehmen Liquidität entzieht |
|------------------|--|---|--|---|

Tabelle 6: Exit-Kanäle, Vor- und Nachteile sowie Häufigkeiten in Europa 2008

Quelle: Khinast-Sittenthaler (2003) S.272 sowie EVCA (2009a) S.81f

In den vergangenen Jahren hat sich insbesondere der Markt für *Secondary Buyouts* zu einem der wichtigsten Pfeiler entwickelt.³⁰⁸ Für PE-Investoren bedeutet dies eine steigende Wichtigkeit endogener Werttreiber, da es sich bei den Käufern vermehrt um professionelle Fonds handelt, die den Spielraum für Verhandlungsarbitrage reduzieren. Darüber hinaus sind PE-Investoren in der Regel nicht bereit eine strategische Prämie zu bezahlen, wie es bei einem *Trade Sale* der Fall sein könnte. Der lukrativste *Exit*-Kanal für PE-Investoren ist der Börsengang (IPO). Zusätzlich zu den monetären Anreizen ist dieser für PE-Fonds mitunter auch durch erhebliches Reputationspotenzial verbunden.³⁰⁹ In jüngster Vergangenheit ist – teilweise auch durch die schlechte Börsenlage in vielen wichtigen PE-Märkten – eine Tendenz zu alternativen *Exit*-Formen wie Teilverkäufen oder Refinanzierungen zu spüren.³¹⁰ Eine weitere

308 vgl. Friedman (2010) S.93. Bessler und Seim (2011) S.3 sprechen in diesem Zusammenhang sogar von einer IPO-Krise.

309 Der hohe Stellenwert des IPO als Exit-Kanal verleitet Gompers (1996) S.134 zu der Annahme, dass vor allem junge PE-Fonds einen starken Anreiz zugunsten dieser Exit-Alternative aufweisen und daher verleitet sind, PU vorschnell an die Börse zu bringen, um Effekthascherei bzw. im englischen „*Grandstanding*“ zu betreiben. Diese Annahme wurde in einer Reihe von Folgestudien immer wieder mit unterschiedlichen Resultaten überprüft. Zu nennen wären beispielsweise Wang und Sim (2001), Peggy und Sunil (2004), Jelic et al. (2005) sowie Bruton et al. (2010) S.495.

310 Hierbei nimmt das PU weiteres Fremdkapital auf oder tätigt Sale-lease-back-Transaktionen um dann außerordentliche Dividenden an den PE-Investor auszuschütten. Vgl. Cumming et al. (2007) S.456. Auch die beim Exit beratenden Banken haben sich auf den zunehmenden Wettbewerb innerhalb der Exitkanäle eingestellt und bieten beispielsweise Dual Track und Triple Track-Verfahren an, bei denen mehrere Exit-Alternativen gleichzeitig angestrebt werden. Vgl. Brettel et al. (2008) S.117.

Auswirkung wird der Finanzkrise in Bezug auf die steigende Haltedauer der Beteiligungen zugeschrieben.³¹¹

Die Auszahlung der *Exit*-Erlöse folgt in der Regel einem komplexen Wasserfall-Prinzip, bei dem die Investoren als Kommanditisten zuerst ihr investiertes Kapital und die versprochene Rendite bis zur vereinbarten *Hurdle Rate* ausbezahlt bekommen. Erst dann folgt die Auszahlung an die Managementgesellschaft als Komplementär.³¹² Ein für PE charakteristisches Phänomen stellt die schiefe Verteilung der ausgewiesenen Renditen von PE-Fonds dar.³¹³ In den ersten Jahren der Fondslaufzeit führen sofort fällige Managementgebühren und die Kosten der Erstellung des Portfolios zu ungleich höheren Kosten, während die Wertsteigerung und somit die Rendite erst in den späteren Phasen der Beteiligungen auftritt bzw. ausgewiesen werden kann. Dementsprechend folgt die Renditeberichterstattung von PE-Fonds einem „*Hockey Stick*“-Profil.³¹⁴

Mit dem *Exit* schließt sich der PE-Fondszyklus und somit der Betrachtungshorizont der vorliegenden empirischen Untersuchung. Ein besonders interessantes Forschungsfeld stellt hierbei die Untersuchung der Nachhaltigkeit der Wertsteigerung dar, die aber im Rahmen dieser Arbeit nicht behandelt werden soll.³¹⁵ Im Idealfall realisiert der PE-Investor eine Wertsteigerung am Unternehmen und erwirtschaftet eine dem Risiko angemessene Rendite. Dieses Risiko- und Renditeprofil soll im abschließenden Abschnitt 2.4.2 untersucht werden. Wie bereits erwähnt, steht dem PE-Investor hierbei eine Reihe von Möglichkeiten offen, aktiv

311 vgl. Landau (2010) S.8.

312 Diese Auszahlung wird in der PE-Branche als „*Catch-up Period*“ bezeichnet und endet, wenn der Komplementär die vereinbarte *Carried Interest* erreicht hat. Danach erfolgt die Aufteilung der Erträge nach dem im Gesellschaftsvertrag vereinbarten Verhältnis. Vgl. Meyer und Mathonet (2005) S.37.

313 Dieses Phänomen wird in der PE-Praxis als *J-Curve Effect* bezeichnet. Vgl. Meyer und Mathonet (2005) S.12ff.

314 Meyer und Mathonet (2005) S.12.

315 Als Studien zur nachhaltigen Entwicklung von PU nach dem *Exit* des PE-Investors seien beispielsweise Wright et al. (1993), Brav und Gompers (1997), Jelic et al. (2005), Bergström et al. (2006), Dimov und De Clercq (2006), Campbell und Frye (2006), Coakley et al. (2007), Puri und Zarutskie (2008) sowie Bessler und Seim (2011) genannt. Im vorliegenden Fall entfällt die Möglichkeit einer derartigen Untersuchung schon dadurch, dass bei einem Großteil der untersuchten PE-Investitionen noch kein *Exit* stattgefunden hat.

auf das Unternehmen einzuwirken, um die Rendite zu erhöhen. Diese Renditemaximierungsstrategien werden in einem ersten Schritt in Unterkapitel 2.4.2.2 behandelt, bevor auf die Risikominimierungsstrategien in Unterkapitel 2.4.2.3 eingegangen werden soll.

2.4.2. Das Rendite- und Risikoprofil von PE-Investitionen³¹⁶

Wie bereits in Unterkapitel 2.2.3 gezeigt, hängt die Höhe der geforderten Rendite vor allem von dem Risiko der Beteiligung und somit von der Finanzierungsphase ab.

2.4.2.1. Staffelung von Rendite und Risiko nach Finanzierungsphasen

Mit zunehmender Reife des Unternehmens sollten demzufolge drei Effekte zu beobachten sein:³¹⁷

- Das Gesamtrisiko der Beteiligung geht zurück.
- Die Anzahl der Risikoquellen nimmt ab.
- Der Anteil interner Risiken am Gesamtrisiko wird reduziert.

Dementsprechend ergibt sich für die Renditeforderung von PE-Investoren – analog dem zu erwartenden Verlustrisiko der Beteiligung – ein nach Finanzierungsphasen gestaffeltes Bild (Tabelle 7).³¹⁸

| Finanzierungsphase | Geforderte Rendite | Erwartetes Verlustrisiko |
|-------------------------------|--------------------|--------------------------|
| Seed Phase | 50-70 % p.a. | 66,2% |
| Start-up Phase | 40-60 % p.a. | 53% |
| Expansionsphase | 35-50 % p.a. | 33,7% |
| Wachstumsphase bis Börsengang | 25-40 % p.a. | 20,9% |

Tabelle 7: Renditeforderung und erwartetes Verlustrisiko nach Finanzierungsphasen

Quelle: Ruhnka und Young (1991) S.124 bzw. Sahlman (1990) S.511

316 Eine sehr ausführliche Analyse des Rendite- und Risikoprofils von PE-Investitionen liefert Groh (2004) in seiner Dissertation an der Technischen Universität Darmstadt.

317 Hendel (2003) S.38.

318 Die Phaseneinteilungen zwischen den beiden Studien sind teilweise nicht deckungsgleich und mussten dementsprechend angepasst werden. Eine weitere taxonomische Auflistung der phasenspezifischen Renditeforderungen und des korrespondierenden erwarteten Verlustrisikos finden sich in Hendel (2003) S.40.

Bezüglich der tatsächlich erwirtschafteten Rendite besteht in der wissenschaftlichen Gemeinschaft keine Einigkeit.³¹⁹ Die Angaben schwanken je nach Untersuchungszeitraum und -fokus, sowie nach Berechnungsmethode zwischen 8 und 30% p.a.³²⁰

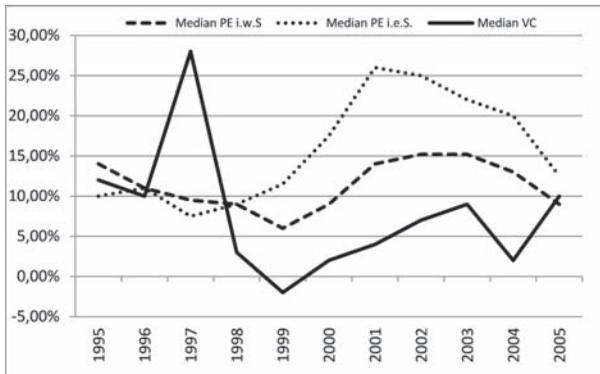


Abbildung 15: Renditeentwicklung von PE i.e.S. und VC in Europa 1997-2009
Quelle: Friedman (2010) S.66ff

Abbildung 15 zeigt die historische Entwicklung der europäischen PE-Renditen zwischen 1995 und 2005. Auffallend ist die Überlegenheit des Spätphasensegments bei gleichzeitig geringerer Volatilität. Die Renditeentwicklung zeigt auch die hohen Renditen in den Jahren 2000 bis 2004, die für einen starken Anstieg des *Fundraisings* in den Folgejahren und den damit einhergehenden Anstieg des Wettbewerbes verantwortlich waren. Die historische Rendite europäischer *Buyouts* bewegt sich bei annähernden 14 % und erfuhr im Jahr 2009 einen leichten Einbruch auf knapp 11%.³²¹ Allerdings bestehen auch hier starke Unterschiede zwi-

319 Schon hinsichtlich der grundsätzlichen Verwendung der IRR als Performancemaß ergeben sich Differenzen, zumal die Reinvestitionshypothese, welche der IRR zugrundeliegt, im Falle von PE praktisch nicht umsetzbar ist. Vgl. Kaserer und Diller (2004) S.404. und Gottschalg und Phalippou (2008) S.20.

320 Siehe hierzu auch die Ausführungen von Jesch (2004) S.53 und Landau (2010) S.3.

321 vgl. Horstmann (2007) S.8 und BVK (2009) S.10.

schen den individuellen Fonds³²². Das Top Quartil der PE-Fonds erzielte auch im Krisenjahr 2009 eine IRR von über 30%.³²³

Eine Reihe weiterer Autor/innen beschäftigt sich mit der Frage, ob PE-Fonds auch unter Kontrolle dieses höheren systematischen Risikos und unter Berücksichtigung der Managementgebühren nachhaltig eine Überschussrendite im Vergleich zum Kapitalmarkt erwirtschaften können.³²⁴ Einige dieser Studien zeigten, dass insbesondere erfahrene Fonds nachhaltig höhere Renditen erzielen können,³²⁵ andere Studien sind in Ihrer Einschätzung weitaus pessimistischer.³²⁶

In zahlreichen Studien wurde darüber hinaus festgestellt, dass die von PE-Fonds erwirtschafteten Renditen in hohem Ausmaß zyklischen Schwankungen unterworfen sind.³²⁷ So wurde insbesondere in Boomzeiten das sogenannte *Money Chasing Deals*-Phänomen festgestellt, bei dem ein Überangebot an Risikokapital die Einstiegspreise für Beteiligungen erhöht und somit die Renditen der Fonds schmälert.³²⁸

Unter Praktiker/innen besteht die Überzeugung, dass Beteiligungen mit großem Investmentvolumen – sogenannte Mega-Deals – die höchsten Renditen versprechen.³²⁹ Demgegenüber steht die Erwartung, dass Beteiligungen in KMU ein höheres operatives Wachstums- und/oder Restrukturierungspotential aufweisen und somit eine höhere Rendite erwarten

322 Insbesondere PE-Fonds mit hoher Reputation scheinen nachhaltig höhere Renditen zu erwirtschaften. Vgl. Nahata (2008) S.149.

323 vgl. BVK (2009) S.10. Das untere Quartil erwirtschaftet eine negative Rendite von -2,7% p.a. EVCA (2010b) S.51.

324 Zu nennen sind hierbei etwa Peng (2001), Woodward und Hall (2003), Jones und Rhodes-Kropf (2003), Gottschalg und Groh (2006) und Woodward (2009).

325 So etwa Zollo und Phalippou (2005) S.4 sowie Gottschalg und Groh (2006) S.1.

326 Siehe beispielsweise Kaplan und Schoar (2005) S.1821 und Phalippou und Gottschalg (2009) S 1774.

327 vgl. Meyer und Mathonet (2005) S 22. Insbesondere zur Entwicklung der Kapitalmärkte weisen PE-Renditen eine hohe Korrelation auf. Vgl. Gompers und Lerner (2000), Zollo und Phalippou (2005) und Bernstein et al. (2009).

328 vgl. Gompers und Lerner (2000) S.282 und Gottschalg und Zipser (2006) S.3.

329 Nikoskelainen und Wright (2007) S.521 kommen in einer empirischen Studie zu einem ähnlichen Ergebnis, fügen dem aber hinzu, dass neben der Größe des Buyout-Targets beim Einstieg auch das Ausmaß von Akquisitionen über die Beteiligungsdauer einen signifikanten Einfluss auf die Rendite des PE-Investors hat. Inderst und Mueller (2002) erarbeiten ein analytisches Marktmodell zur Erklärung der Auswirkungen von Angebot und Nachfrageschwankungen auf das PE-Geschäftsmodell.

lassen würden.³³⁰ Empirische Belege zur Renditenverteilung nach Beteiligungsgröße sind jedoch spärlich.³³¹ Es ist daher zweifelhaft, ob die Größe des Investments an sich konzeptionell als Werttreiber gelten kann, oder ob es sich nicht viel mehr um eine Moderator-Variable handelt.

Bezüglich des Risikoprofils von PE sind weitaus weniger Studien verfügbar. Unter Verwendung eines CAPM-Ansatzes machten Zollo und Phalippou (2005) in einer Studie den Versuch, den durchschnittliche Betafaktor eines PE-Fonds zu messen, und kamen zu dem Ergebnis, dass dieser mit 1,6 doch wesentlich von 1 abweicht, was ein hohes systematisches bzw. Marktrisiko bedeutet.³³² Harrison und Mason (1992) zeigen, dass bei subjektiven Risikoeinschätzungen durch die Investoren erhebliche Unterschiede zwischen US-amerikanischen Investoren und britischen Investoren bestehen.³³³

Um die Auswirkungen von PE auf die finanzierten PU untersuchen zu können, empfiehlt sich eine Analyse der unterschiedlichen Renditekomponenten aus Sicht des PE-Investors. Diese Dekomposition erfolgt im folgenden Unterkapitel 2.4.2.2.

330 vgl. Kreuter et al. (2006) S.3.

331 Zollo und Phalippou (2005) S.19 bestätigen einen positiven Zusammenhang zwischen Fondgröße und Fondsrendite. Kreuter et al. (2006) S.3 finden einen u-förmigen Zusammenhang zwischen Unternehmensgröße und Rendite. Buyout-Fonds mit einer Größe unter 10 Mio. EUR erzielen demnach eine durchschnittliche Rendite von 70%, Fonds zwischen 10 und 50 Mio. EUR von 49%, Fonds zwischen 50 und 100 Mio. EUR von 40% und Fonds über einer Größe von 100 Mio. EUR von 67%. Kreuter et al. (2006) S.9.

332 vgl. Zollo und Phalippou (2005) S.3. In derselben Studie weisen die Autoren auch nach, dass zwischen den Renditen von PE-Fonds und den allgemeinen Marktbedingungen und den Kapitalmärkten eine hohe Korrelation besteht. Dies ist insbesondere vor dem Hintergrund relevant, dass viele Anleger in PE als Anlageklasse sich einen Diversifikationseffekt aus der Beimischung von PE in ihr Portfolio erwarten. Vgl. Zollo und Phalippou (2005) S.15.

333 vgl. Harrison und Mason (1992) S.470.

2.4.2.2. Renditemaximierungsstrategien

2.4.2.2.1. Übersicht unterschiedlicher Renditemaximierungsstrategien

Eine Reihe von Studien beschäftigt sich mit der Identifikation der PE-spezifischen Werttreiber.³³⁴ Allen Studien ist gemein, dass sie – ausgehend von der Rendite des PE-Investors – versuchen die einzelnen Wertsteigerungskomponenten zu isolieren.³³⁵ Im Gegensatz zu den in Kapitel 3 zu besprechenden Studien untersuchen diese Autoren/innen nicht die Auswirkungen auf die finanzierten PU, sondern machen den Versuch, die Differenz zwischen dem beim Einstieg bezahlten und dem später realisierten Verkaufspreis zu erklären.³³⁶ Die Renditemaximierungsstrategien des PE-Investors sind zum Verständnis des PE-Geschäftsmodells und insbesondere zur Beurteilung der Auswirkungen auf die finanzierten PU aber von zentraler Bedeutung, da sie über das Verhalten des PE-Investors entscheiden. Landau (2010) unterscheidet grob drei Wertgenerierungsmechanismen:³³⁷

- Leverage
- Arbitrage
- Wertschöpfung

Bei näherer Betrachtung ergeben sich aber noch weitere Feinabstufungen innerhalb dieser Mechanismen, die im Folgenden genauer analysiert und kategorisiert werden sollen.

Ein Ansatz der Dekomposition von PE-Renditen ist jene nach Ebene der Wertsteigerung. Diese erlaubt eine Differenzierung in exogene und endogene Werttreiber.³³⁸ Unter exogenen Werttreibern werden Rendite-

334 Zu nennen sind hierbei etwa Gottschalg et al. (2004), Loos (2006), Pütter (2006), Gottschalg und Groh (2006), Pindur (2007), Guo et al. (2007), Asel (2008), Achleitner et al. (2009c) sowie Acharya et al. (2009a).

335 Um dem höheren Risiko von PE-Investitionen Rechnung zu tragen, wird in der Regel eine risiko-adjustierte Rendite anstelle der tatsächlichen Investorenrendite verwendet. Vgl. Gottschalg und Groh (2006) S.1.

336 Hierbei gehen die Autoren von unterschiedlichen Werttreibermodellen aus. Beispiele sind etwa das DuPont Schema in Loos (2006) S.241, das EVA Konzept in Landau (2010) S.52ff oder das Werttreibermodell in Berg und Gottschalg (2003) S.23.

337 Landau (2010) S.2.

338 In Gottschalg et al. (2004) S.39 findet sich auch die Kategorisierung in externe und interne Werttreiber sowie in Berg und Gottschalg (2003) S.7 eine Unterscheidung in „value capturing“ und „value creation“.

komponenten verstanden, die sich nicht direkt am Unternehmenswert der finanzierten PU realisieren.

Eine weitere Unterscheidung besteht darin, die Wertsteigerungskomponenten den einzelnen, in Kapitel 2.4.1 beschriebenen Phasen der Beteiligung zuzuordnen, in denen wertschaffende Entscheidungen getroffen werden. Demnach kann die Wertsteigerung grob in die folgenden entscheidenden Phasen unterteilt werden:³³⁹

- Akquisitionsprozess und Beteiligungsverhandlung
- Haltedauer der Beteiligung
- Beteiligungsveräußerung (*Exit*)

Konzeptionell sehr ähnlich, aber im Detail nicht deckungsgleich ist die Systematisierung nach Beeinflussbarkeit des Wertsteigerungshebels durch den Investor. Hierbei werden die Renditekomponenten dahingehend kategorisiert, ob sie vom PE-Investor durch aktive Einflussnahme direkt gesteuert werden, oder ob sie sich der Einflussnahme des Investors entziehen. Direkte Werttreiber sind insbesondere auf operativer Ebene (Umsatzerlössteigerungen oder Margenverbesserungen sowie der Nettoverschuldungsgrad)³⁴⁰ des Unternehmens und auf Ebene der Transaktion (*Leverage*, Verhandlungsarbitrage) anzusiedeln.³⁴¹ Wichtigster indirekter Werttreiber und somit nicht durch den PE-Investor beeinflussbar sind Schwankungen der allgemeinen Marktpreise. Abbildung 16 fasst die Werttreiber nach den diskutierten Systematisierungskriterien zusammen. Der Fokus der vorliegenden Arbeit liegt eindeutig auf den endogenen Werttreibern (schwarz markiert), welche im Gegensatz zu exogenen Werttreibern direkte Auswirkungen auf das PU haben.

339 Berg und Gottschalg (2003) S.5 und Landau (2010) S.56f. Die Zuordnung der Wertkomponenten zu den Entstehungszeitpunkten gestaltet sich aber durch den oft zeitlich versetzten Realisierungszeitpunkt mitunter schwierig. Wie später gezeigt wird, kann eine Wertsteigerung beispielsweise auch vor dem Einstieg des Investors erfolgen.

340 Dieser Effekt wird in einigen Publikationen auch Free Cash Flow-Effekt genannt. Vgl. Achleitner (2009) S.2.

341 Ernst (2010) S.22 verwendet daher den Begriff „operational Engineering“.

| Werttreiber | Ebene der Wertsteigerung Wirkungsweise | | Zeitbezug der Wertsteigerung | | | Beeinflussbarkeit durch PE Investor | |
|-----------------------|---|--------|------------------------------|-----------|------|--|----------|
| | Endogen | Exogen | Einstieg | Haltdauer | Exit | direkt | indirekt |
| Marktarbitrage | | ☑ | ☑ | | ☑ | | ☑ |
| Leverage Effekt | | ☑ | ☑ | | | ☑ | |
| Verhandlungsarbitrage | | ☑ | ☑ | | ☑ | ☑ | |
| Revenue Effect | ☑ | | | ☑ | | ☑ | |
| Margin Effect | ☑ | | | ☑ | | ☑ | |
| Free Cash Flow Effect | ☑ | | | ☑ | | ☑ | |

Abbildung 16: Systematisierung von Werttreibern aus Sicht des PE-Investors

In den folgenden Unterkapiteln soll auf die einzelnen Renditekomponenten im Detail eingegangen werden, um so ein differenzierteres Bild über die Renditemaximierungsstrategien von PE-Investoren zu erlangen.

2.4.2.2.2. Exogene Werttreiber

Unter exogenen Werttreibern werden in weiterer Folge Werttreiber subsumiert, die nicht durch eine Veränderung der Ertragskraft des bewerteten Unternehmens, sondern durch externe Faktoren wie asymmetrische Informationen und Marktgegebenheiten zustande kommen.³⁴² Des Weiteren ist allen exogenen Werttreibern gemein, dass sie zum Erwerbs- bzw. Veräußerungszeitpunkt ihre Entfaltung finden, während endogene Werttreiber über die gesamte Beteiligungsdauer ihre Wirkung entfalten.³⁴³

Marktarbitrage (*Multiples Riding*)³⁴⁴

Eine Möglichkeit der Renditensteigerung ist das Ausnutzen von intertemporären Schwankungen in der Unternehmensbewertung durch den Markt.³⁴⁵

342 vgl. Gietl et al. (2008) S.12. Berg und Gottschalg (2003) S.7 bezeichnen die Ausnutzung exogener Werttreiber auch als Value Capturing und unterstreichen damit, dass PE-Investoren bestehenden Wert einfangen, aber selbst keinen Wert schaffen.

343 vgl. Gietl et al. (2008) S.12.

344 Landau (2010) S.51.

345 In der PE-Praxis wird das Ausnutzen von intertemporären Fehlbewertungen des Marktes oft als Multiples Riding bezeichnet. Vgl. Berg und Gottschalg (2003) S.12.

Die Arbitragemöglichkeiten ergeben sich aus einer ineffizienten Bewertung³⁴⁶ von Unternehmen durch den Markt und resultieren aus asymmetrischer Informationsverteilung zu Gunsten des Investors. Im Detail sind zwei Arbitragemöglichkeiten denkbar:³⁴⁷

- Ein Unternehmen (oder ein Unternehmensbereich)³⁴⁸ wird durch den Markt unterbewertet und kann daher vom Investor unter seinem wahren Wert erworben werden.
- Ein Investor antizipiert eine zukünftige Überbewertung³⁴⁹ des Unternehmens durch den Markt und kann ein Unternehmen später zu einem überhöhten Preis veräußern.

In der Tat sind PE und insbesondere VC-Fonds darauf spezialisiert, zukunftssträchtige Branchen- oder Technologieentwicklungen zu identifizieren, und somit durch steigende Unternehmensbewertungen einen besseren Verkaufspreis zu erzielen.³⁵⁰ Wenn PE-Investoren unterbewertete Unternehmen akquirieren, bedeutet dies, dass die Wertsteigerung bereits vor dem Einstieg des Investors stattgefunden hat und nicht auf sein direktes Zutun zurückzuführen ist. Derartige Praktiken werden insbesondere bei sogenannten *Quick-Flip*-Transaktionen vermutet. Darunter

346 Nach Handelbarkeit der Unternehmensanteile unterscheidet man zwischen Bewertungsmultiplikator bei privaten Unternehmen und Handelsmultiplikator bei börsennotierten Unternehmen. Vgl. Ernst & Young (2007) S.3.

347 vgl. Berg und Gottschalg (2003) S.11.

348 Bei Spin-off-Transaktionen nutzen PE-Investoren den Conglomerate Discount Effect aus, der das Phänomen bezeichnet, dass in Konglomeraten die Summe der einzelnen Unternehmenswerte nicht immer dem Gesamtwert des Konglomerates entspricht. Vgl. Berg und Gottschalg (2003) S.16 und Gietl et al. (2008) S.12. Bei Public-to-private-Transaktionen nutzt der PE-Investor hingegen einen Bewertungsunterschied zwischen dem öffentlichen und dem privaten Beteiligungskapitalmarkt. Vgl. Ernst (2010) S.16.

349 Die wichtigste Möglichkeit, eine zukünftige Überbewertung eines Unternehmens zu antizipieren, stellt die strategische Prämie eines späteren Käufers dar und die Fähigkeit eines PE-Investors, derartige strategische Potenziale zu identifizieren. Vgl. Pütter (2006) S.31.

350 In einer Studie von 1.109 Buyout Investitionen wurde eine signifikant positive Korrelation zwischen der erzielten Rendite der PE-Investitionen und der Rendite eines Portfolios börsengehandelter Unternehmen derselben Branche festgestellt. Dieses Ergebnis lässt darauf schließen, dass ein Teil der erzielten Rendite durch allgemeine Marktbewegungen erklärbar ist. Vgl. Kreuter et al. (2006) S.5.

werden PE-Investitionen verstanden, die nach weniger als zwei Jahren mit außerordentlich hohen Renditen veräußert werden.³⁵¹

EVCA (2010a) untersucht die Entwicklung der Marktpreise von LBO-Transaktionen seit 2004. In den Boomjahren stiegen die Transaktionsmultiples für LBOs über 50 Mio. EUR sukzessive von 13,5 auf 15,8 an, um im Jahr 2009 einen starken Rückgang auf 12,4 hinnehmen zu müssen. Der Preisverfall war mit nahezu 54% im *Mega Deal*-Segment am höchsten. Der hohe *Exit*-Druck und die steigende Konkurrenzsituation führten aber dazu, dass die Marktpreise im ersten Halbjahr 2010 bereits wieder auf ein neues Rekordniveau von 17,2 stiegen. Kleinere *Buyouts* unter 50 Mio. EUR weisen nicht nur insgesamt niedrigere Bewertungen auf, ihre Preisschwankungen und somit die Möglichkeiten für Marktarbitrage sind weitaus geringer.³⁵²

Nicht börsennotierte Unternehmen unterliegen keiner laufenden Bewertung durch den Markt und hohen Informationsasymmetrien.³⁵³ Dementsprechend gehört die Isolation der marktbedingten Werttreiber zu den schwierigsten Herausforderungen in der *PE-Impact*-Forschung. Marktarbitrage stellt auch die einzige Renditekomponente dar, die nicht direkt durch den PE-Investor beeinflusst werden kann.

Fremdkapitalhebel (*Leverage*-Effekt)

Sehr wohl im direkten Einflussbereich des Investors liegt die Finanzierung des Kaufpreises. Durch die systematische Reduktion des eingesetzten Eigenkapitals kann die erzielte Eigenkapitalrendite erhöht werden. Voraussetzung ist, dass die zu entrichtenden Fremdkapitalzinsen unter

351 Zur Thematik der Quick-Flips ist anzumerken, dass es hierbei noch keine umfangreichen empirischen Studien gibt, die diese oft Front Loaded Hypothese genannte Annahme zweifelsfrei belegen. Strömberg (2008) S.5. berechnen, dass 58% der Beteiligungen länger als 5 Jahre gehalten werden. Nur 2,9 % aller Investments stellen sogenannte Quick-Flips mit einem Exit innerhalb der ersten 12 Monate dar.

352 vgl. EVCA (2010a) S.15ff. Im der Zeit von 2004 bis 2010 bewegte sich die Transaktionsmultiples durchwegs im Preisband zwischen 8 und 9,6. Vgl. EVCA (2010a) S.15.

353 vgl. Ernst (2010) S.16.

der zu erwartenden Gesamtkapitalrentabilität liegen.³⁵⁴ Der Fremdfinanzierungsgrad (*Leverage*) der Transaktion ergibt sich aus Formel (1):

$$\text{Leverage} = \frac{\text{Fremdkapitalanteil}}{\text{Finanzierungsvolumen}} * 100 \quad (1)$$

Hierbei steht das Interesse des PE-Investors in Konflikt mit dem Interesse der PU, für das eine Finanzierung mit Eigenkapital angesichts des *Debt-push-Downs* vorzuziehen wäre. Der Fremdfinanzierung sind aber ökonomische Grenzen gesetzt.³⁵⁵ Mit steigender Insolvenzwahrscheinlichkeit steigen die Kapitalkosten. Zumindest theoretisch ergibt sich somit eine optimale Kapitalstruktur, wie Abbildung 17 illustriert.

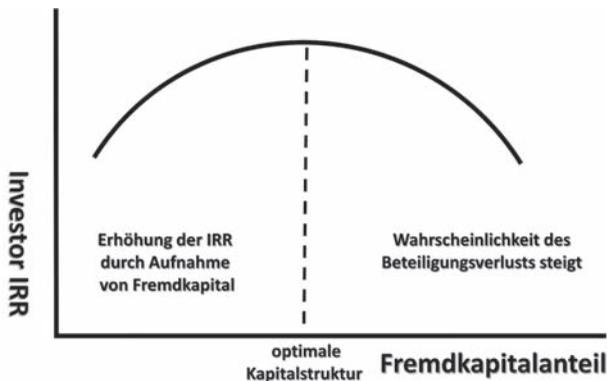


Abbildung 17: Renditeoptimale Kapitalstruktur einer PE-Beteiligung

Quelle: adaptiert nach Madura (2006) S.577

Es ist wichtig anzumerken, dass Abbildung 17 die Sicht des PE-Investors und nicht des PU einnimmt. Die finanzielle Ertragskraft des PU wird durch die höhere Verschuldung und die folgende Entschuldung nicht in großem Ausmaß direkt beeinflusst.³⁵⁶

Es bestehen nur wenige Studien, die Aussagen zur Insolvenzwahrscheinlichkeit von PE-finanzierten Unternehmen tätigen. Strömberg (2008) fin-

354 vgl. Gietl et al. (2008) S.12. und Landau (2010) S.4.

355 Darüber hinaus bestehen besondere Kapitalerhaltungsvorschriften, wie in Unterkapitel 2.4.1.2.2 bereits erwähnt.

356 vgl. Landau (2010) S.50. Aus neoklassischer Sicht wäre dieser Effekt bis auf die Besteuerungseffekte sogar vollständig ausgeschlossen. Vgl. Modigliani und Miller (1958) S.296.

det in seinem umfangreichen *Sample* eine Insolvenzrate von 6% über eine durchschnittliche Haltedauer von 5 Jahren. Dies ist im Vergleich zur Gesamtwirtschaft³⁵⁷ eine sehr hohe Quote, aber immer noch geringer als die Ausfallsrate von Unternehmensanleihen über denselben Zeitraum. Insgesamt wagt auch Strömberg (2008) keine eindeutige Einschätzung zur Auswirkung von PE-Investoren auf die Insolvenzwahrscheinlichkeit der PU³⁵⁸.

In den Boomjahren von *Buyout*-Transaktionen von 2000 bis 2008³⁵⁹ führten niedrige Fremdkapitalzinsen bei gleichzeitiger freizügiger Kreditvergabe zu einem anhaltenden Anstieg des Fremdkapitalanteils³⁶⁰ in PE-Transaktionen. Dementsprechend stieg auch die Schuldenlast für die übernommenen Unternehmen und die kreditvertraglichen Auflagen (*Covenants*) wurden verschärft. Seit der Finanzkrise steigen die Finanzierungskosten für PE-Investoren. Lag der durchschnittliche Euribor *Spread* bei LBO Transaktionen mit PE Investoren im Juli 2007 noch bei +199 Basispunkten, stieg dieser auf +433 Basispunkte im Juni 2010³⁶¹. Eine jüngste Studie von *Standard & Poor's* untersuchte die Konsequenzen dieser Entwicklung mit erschreckenden Ergebnissen. So lag die durchschnittliche Schuldenlast der 78 PE-finanzierten PU zwischen einem 4,1-fachen EBITDA für die Unternehmen mit dem besten Rating und 13,9-mal EBITDA für LBOs mit schlechten Ratings.³⁶² 22% der PUs wurden seit Beginn der Krise 2008 zahlungsunfähig, mussten erhebliche Restrukturierung

357 Strömberg (2008) verwendet hierzu die Gesamtheit aller in COMPUSTAT verfügbaren Unternehmen.

358 vgl. Strömberg (2008) S.9.

359 Eine wissenschaftliche Analyse der Kapitalstruktur von MBOs in den Boomjahren zwischen 1980 und 1989 findet sich in Kaplan und Stein (1993).

360 vgl. Frommann (2005) S.23 und Landau (2010) S.6. Grub Brugger & Partner (2005) S.20 sprechen von vereinzelt Fällen mit Fremdkapitalquoten von bis zu 90% des Kaufpreises. Ernst (2010) S.147 zeigt in seiner Analyse, wie eine derartige übermäßige Verwendung von Fremdkapital zu einem Wohlfahrtsverlust führt, bei dem das Wertsteigerungspotenzial des PUs nicht ausgenutzt wird und Investitionen unterbleiben. Seit dem Rekordjahr 2007 brach der weltweite Primärmarkt für LBO-Darlehen 2008 um 75% und weitere 18% im Jahr 2009 ein. Vgl. EVCA (2010a) S.9.

361 vgl. EVCA (2010a) S.11.

362 In einer ähnlichen Matched Sample-Studie durch Axelson et al. (2007b) lag die post LBO-Verschuldung der PE-finanzierten Unternehmen bei 67% des Unternehmenswert bzw. 5,4 mal EBITDA. Im Vergleich dazu wies die Vergleichsgruppe nur 14% bzw. 1,1 x EBITDA Verschuldung auf. Vgl. Axelson et al. (2007a) S.39.

rungen durchführen und 18% der LBOs mussten zusätzliches Eigenkapital von den finanzierenden PE-Investoren einwerben.³⁶³

Seit Beginn der Finanzkrise sind die Fremdfinanzierungsmöglichkeiten von PE-Investoren erheblich eingeschränkt. Lag die durchschnittliche Fremdkapitalquote in der Periode 2004 bis 2007 noch bei 56%, so fiel diese nach den Finanzmarkturbulenzen auf 36%.³⁶⁴ Wie diese Daten zeigen, ist die Kapitalstrukturentscheidung des Investors nicht nur für diesen renditeentscheidend, sondern hat auch starke Auswirkungen auf die finanzierten PUs. Wie oben stehende Formel verdeutlicht, ergibt sich die zweite Arbitragemöglichkeit für den Investor durch den in den Beteiligungsverhandlungen ausverhandelten Kaufpreis.

Verhandlungsarbitrage

Die einzige Möglichkeit für den PE-Investor auf das Bewertungsmultiple einzuwirken, stellt die Beteiligungsverhandlung (bei Kauf und Veräußerung der Beteiligung) dar.³⁶⁵ Ähnlich wie die Ausnutzung von Fehlbewertungen des Marktes herrscht auf Ebene der Transaktion eine asymmetrische Informations- bzw. Machtverteilung zwischen dem Veräußerer und dem Käufer des Unternehmens.³⁶⁶ Im Detail ergeben sich daraus zwei konkrete Möglichkeiten der Arbitrage:

- Der PE-Investor kann durch bessere Informationen den wahren Wert eines Unternehmens besser einschätzen als die bestehenden Eigentümer (Aktionäre oder Gesellschafter), oder durch eine starke Preissetzungsmacht einen vorteilhaften Einstiegspreis diktieren.³⁶⁷

363 vgl. Wade (2010) S.6. Allerdings ist anzumerken, dass es sich bei den untersuchten PUs um verhältnismäßig große PE-Investitionen handelt, wodurch die Ergebnisse nicht zwangsläufig auch für den österreichischen PE-Markt gelten, der eine vollkommen andere Struktur aufweist.

364 vgl. EVCA (2010a) S.13f.

365 vgl. Pütter (2006) S.29.

366 Dieselben Arbitragemöglichkeiten sollten auch in der Veräußerungsphase (Exit) bestehen. Hierbei könnte der PE-Investor als Verkäufer einen Informationsvorsprung gegenüber dem Käufer haben, oder den Kaufpreis gezielt zu seinen Gunsten manipulieren (Window Dressing). Vgl. Berg und Gottschalg (2003) S.14.

367 vgl. Landau (2010) S.51. In seiner modelltheoretischen Darstellung des LBO-Marktes kommt Ernst (2010) S.143 beispielsweise zu dem Schluss, dass „erfolgreiche Private Equity Gesellschaften ihr wahres Wertsteigerungspotenzial in Über-

- Der PE-Investor kann durch seine Informationen die weitere Entwicklung des Unternehmens besser einschätzen und so beim *Exit* einen Verkaufspreis erzielen, der über dem wahren Wert des Unternehmens liegt.³⁶⁸

Es ist wichtig anzumerken, dass ein Informationsvorsprung des PE-Investors nicht unbedingt mit Insiderinformationen gleichzusetzen ist, da der Informationsvorsprung auch aus spezifischer Transaktionserfahrung, *Know-How* oder Marktkenntnis resultieren kann.³⁶⁹ Anders als im Falle der Marktarbitrage ist diese Überschussrendite Resultat des Verhandlungsprozesses und somit eine endogene Wertsteigerungskomponente.³⁷⁰ In der Verhandlung spielen daher insbesondere personenbezogene Elemente, wie etwa die Erfahrung der Akteure, die jeweilige Marktmacht und die Reputation eine entscheidende Rolle.³⁷¹ Ernst (2010) argumentiert darüber hinaus, dass eine Verhandlungsarbitrage durch besondere Fähigkeiten in der Transaktionsgestaltung begründet sein könnte. So kann beispielsweise die Expertise in der Transaktionsdurchführung, das Netzwerk und die Verhandlungskompetenzen eines erfahrenen PE-Fonds die Ein- bzw. Ausstiegsbewertung zu seinen Gunsten verbessern.³⁷² Bargeron et al. (2008) machen auch die höhere Risiko- und

nahmeverhandlungen erfolgreich verschleiern konnten, um einen niedrigeren Kaufpreis zu erzielen.“ Diese Problematik ist insbesondere bei MBOs anzutreffend, wo das bestehende Management des Unternehmens in Kooperation mit dem PE-Investor das Unternehmen von den bisherigen Eigentümern übernimmt und hierbei unter Umständen über einen starken Informationsvorsprung verfügt. Vgl. DeAngelo und DeAngelo (1987) S.47.

368 vgl. Ernst (2010) S.17.

369 vgl. Gietl et al. (2008) S.12. Ein empirischer Nachweis hierfür findet sich in Renneboog et al. (2007) S.619 und Weir et al. (2005a) S.960 im Falle von Public-to-private-Transaktionen.

370 In einer Studie zu 101 italienischer MBOs gaben 47% der Fondsmanager als ausschlaggebenden Grund für den Erwerb einer Beteiligung „*bargain price*“ an. Vgl. Gervasoni et al. (2001) S.21.

371 In einem experimentellen Untersuchungsdesign wies Hsu (2004) S.1805 nach, dass Übernahmeangebote von renommierten Investoren trotz eines durchschnittlichen Preisabschlags von 10-14% eine dreimal höhere Wahrscheinlichkeit aufweisen von den Unternehmensgründern angenommen zu werden. Ein Vergleich von M&A-Übernahmeprämien durch Bargeron et al. (2008) ergab, dass PE-Investoren eine um 63% geringere Übernahmeprämie zahlen als öffentliche Unternehmen.

372 vgl. Ernst (2010) S.18. In einer Studie von LBOs in der chemischen Industrie zeigt Butler (2001) S.145, dass PE-Investoren eine Prämie von durchschnittlich 20% bezahlen, während strategische Investoren im Durchschnitt einen Aufpreis

Nachverhandlungsbereitschaft von PE-Investoren in den späten Phasen des Übernahmeprozess dafür verantwortlich. Die klar renditeorientierte Anreizstruktur eines/r PE-Managers/in im Vergleich zur jener eines strategischen Käufers führt dazu, dass diese eher bereit sind aus laufenden Verhandlungen auszusteigen³⁷³.

Studien zeigten auch, dass *Secondary Buyouts*, bei denen von erfahrenen Verkäufern mit hoher Marktkenntnis ausgegangen werden kann, signifikant geringere Renditen erwirtschaften als Beteiligungen an Familienunternehmen oder Privatisierungen.³⁷⁴ Auch Bargeron et al. (2008) finden in ihrer umfangreichen Untersuchung eine niedrigere Prämie bei PE-finanzierten Unternehmensübernahmen als bei Übernahmen von strategischen Käufern.³⁷⁵ Insgesamt fand in den letzten Jahren eine zunehmende Professionalisierung des Verkäufermarktes statt, was die Möglichkeiten der Verhandlungsarbitrage für PE-Investoren zumindest reduzierte.³⁷⁶

Der zweite wichtige Einflussfaktor neben den personenbezogenen Merkmalen der Beteiligten ist die Anzahl der Beteiligten. Besteht unter den PE-Investoren ein Bieterwettbewerb,³⁷⁷ erhöht dies die Macht des Veräußerers und senkt in weiterer Folge den Einstiegspreis.³⁷⁸ Verhandlungsarbitrage entscheidet vor allem über die Vermögensverteilung zwi-

von 65% auf den Branchenmultiple bezahlen. Er führt diesen niedrigeren Kaufpreis auf ihr Verhandlungsgeschick, ihre Erfahrung und auf die unternehmensbezogene anstatt synergiebezogene Unternehmensbewertung hin.

373 vgl. Bargeron et al. (2008) S.390. Der Prämienunterschied ist bei großen Publikumsgesellschaften mit geringer kapitalmäßiger Beteiligung des Managements als akquirierendes Unternehmen am höchsten. Vgl. Bargeron et al. (2008) S.376.

374 vgl. Kreuter et al. (2006) S.7.

375 Es ist aber wichtig anzumerken, dass der höhere Kaufpreis nicht ausschließlich auf das Verhandlungsgeschick des PE-Investors zurückgeführt werden kann. Vielmehr ist es wahrscheinlich, dass strategische Käufer (private und börsennotierte) eine strategische Prämie zahlen, die sich aus zukünftigen Synergien rechtfertigen lässt. Zudem wird bei Übernahmen durch PE-Investoren ein geringerer Widerstand des Managements der Zielgesellschaft vermutet. Vgl. Bargeron et al. (2008) S.390.

376 vgl. Landau (2010) S.6f.

377 vgl. Guo et al. (2007) S.26.

378 In diesem Zusammenhang ist insbesondere auf den wettbewerbserhöhenden Effekt von öffentlichen Auktionen, Beauty Contests, M&A Beratern und sogenannten M&A-Boutiquen hinzuweisen. Vgl. Landau (2010) S.7. und Berg und Gottschalg (2004) S.207.

schen Veräußerer und Käufer und hat nur indirekten Einfluss auf das finanzierte PU, weshalb die Diskussion hierbei belassen werden und zu den endogenen Werttreibern übergeleitet werden soll.

2.4.2.2.3. Endogene Werttreiber

Unter endogenen Werttreibern werden Wertsteigerungen verstanden, die sich in einer tatsächlichen, substanziellen³⁷⁹ Veränderung des Unternehmenswertes widerspiegeln, und nicht auf eine allgemeine Veränderung des Marktpreises zurückzuführen sind.³⁸⁰ Hierbei sind insbesondere Veränderungen des Umsatzes, der Umsatzmarge aber auch die Reduktion der Kapitalkosten durch Kapitalstrukturveränderungen zu verstehen.³⁸¹ Berg und Gottschalg (2003) unterteilen die endogenen Werttreiber bzw. die Wertgenerierungsquellen nach ihrer Kausalität weiter in die beiden Subkategorien intrinsische und extrinsische Wertgenerierung. Während die intrinsische Wertsteigerung unabhängig von der konkreten Person/Institution des Investors zustande kommt, entsteht die extrinsische Wertsteigerung durch die individuellen Charakteristika des PE-Investors.³⁸² Hierbei sind beispielsweise dessen Netzwerk, dessen Erfahrung, seine Fähigkeiten und seine Strategie zu nennen.³⁸³

Nach Gottschalg et al. (2004) kann die Investorenrendite vereinfacht in die beiden Komponenten Marktwert des Eigenkapitals und Nettoverschuldung³⁸⁴ unterteilt werden. Zur Berechnung des für den Investor interessanten Marktwerts des Eigenkapitals ergibt sich daher folgende Formel (2):

379 vgl. Gietl et al. (2008) S.12.

380 Berg und Gottschalg (2003) S.8 bezeichnen die endogenen Werttreiber in Abgrenzung zum „*Value Capturing*“ auch als „*Value Generation*“. Diese Bezeichnung ist aber insofern problematisch, da sie eine aktive Leistung des Investors suggeriert, welche aber nicht zwingendermaßen besteht, da die Wertsteigerung auch unabhängig vom aktiven Zutun des PE-Investors entstehen kann.

381 vgl. Achleitner et al. (2009c) S.25.

382 vgl. Berg und Gottschalg (2003) S.10. Landau (2010) S.55 unterscheidet außerdem zwischen primärer und sekundärer Wertschöpfung, je nachdem ob eine direkte Veränderung der finanziellen Ertragskraft vorliegt oder nicht.

383 vgl. Berg und Gottschalg (2003) S.10.

384 Gottschalg et al. (2004) S.38. Wichtig anzumerken ist, dass es sich bei diesem Nettoverschuldungsgrad um die Verschuldung des PUs handelt. Diese ergibt sich aus dem Nettoverschuldungsgrad der Zielgesellschaft und dem Debt-push-Down der Erwerbsgesellschaft.

$$\text{Marktwert Eigenkapital (E)} = \text{Unternehmenswert(UW)} - \text{Nettoverschuldung (NV)} \quad (2)$$

Der Unternehmenswert (UW) lässt sich einer einfachen Bewertungslogik (Formel 3) folgend weiter in die Komponenten:

- Umsatzerlöse (UE),
- EBITDA Marge (MAR) und
- EBITDA Bewertungsmultiple (MULT) aufteilen.

$$E = UE * MAR * MULT \quad (3)$$

Vereinfacht ergibt sich der Marktwert des Eigenkapitals daher aus folgender Berechnung (Formel 4):³⁸⁵

$$E = UE * MAR * MULT - NV \quad (4)$$

Somit stehen dem PE-Investor im Wesentlichen drei endogene Werthebel zur Verfügung, welche im Folgenden genauer betrachtet werden sollen:³⁸⁶

- Umsatzwachstum (*Revenue*-Effekt)
- EBITDA Margenverbesserung (*Margin*-Effekt)
- Veränderung der Nettoverschuldung (*Free Cash-Flow*-Effekt)

Umsatzwachstumseffekt (Revenue-Effekt)

Eine Möglichkeit der Wertsteigerung ist die Erhöhung des Umsatzes. Diese kann organisch durch Erhöhung des Marktanteils und/oder der Erschließung neuer Märkte erfolgen, oder anorganisch durch Akquisitionen.³⁸⁷ Der Investor kann hierbei einen direkten Beitrag leisten, indem

385 Berg und Gottschalg (2003) S.7 und Gottschalg et al. (2004) S.38.

386 Achleitner et al. (2009c) S.12. Wie bereits in Unterkapitel 2.4.2.2.2 handelt es sich bei dem Bewertungsmultiple um einen exogenen Werttreiber, der durch den Markt vorgegeben wird (Marktarbitrage) oder durch die Beteiligten ausgehandelt wird (Verhandlungsarbitrage).

387 Dieses anorganische Wachstum steht insbesondere bei sogenannten Buy and build Strategien, bei denen ein PE-Investor mehrere Unternehmen einer Branche erwirbt und konsolidiert im Vordergrund. Vgl. Berg und Gottschalg (2003) S.23.

er zusätzliches Kapital für Akquisitionen bereitstellt³⁸⁸ oder umsatzsteigernde Maßnahmen im Rahmen des Beteiligungsmanagement setzt.³⁸⁹

Margeneffekt (Margin-Effekt)

Das EBITDA stellt den Jahresüberschuss vor Steuern, Zinsergebnis und Abschreibungen dar. Er ist eine *Cash-Flow*-orientierte Messgröße für die operative Ertragskraft eines Unternehmens.³⁹⁰ Setzt man diese im Verhältnis zum Umsatz, erhält man die EBITDA-Marge und somit eine Aussage über die Ertragskraft des Umsatzes. Unter der Annahme eines gleichbleibenden Umsatzes kann die EBITDA-Marge definitionsgemäß nur durch Erhöhung des Ergebnisses vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen verbessert werden.³⁹¹ Hierbei kann der Investor – sowohl seitens der Erträge als auch seitens der Aufwendungen – direkten Einfluss nehmen. Die Möglichkeiten hierzu sind vielfältig und reichen von absatz- oder beschaffungsseitigen Kostensenkungsprogrammen und Effizienzsteigerungen über das *Outsourcing* von Aktivitäten³⁹² bis hin zu komplexen *Sale-Lease-Back*-Konstruktionen von Vermögensgegenständen.

Freier Cash-Flow-Effekt (Free Cash-Flow-Effekt)

Unter *Free Cash-Flow-Effekt* (FCF) werden die auf Unternehmensebene generierten *Cash-Flows* verstanden, die zur Tilgung von Fremdkapital sowie zur Ausschüttung von Dividenden verwendet werden können.³⁹³ Der Effekt ist hierbei sehr eng mit dem *Leverage-Effekt* verbunden, da im Zuge des *Debt-push-Down* das Akquisitionsdarlehen des Investors auf das Zielunternehmen übertragen wird. Ein wichtiger Effekt ergibt sich

388 Zur Finanzierungsfunktion siehe Unterkapitel 4.3.2.

389 Zur Wirkung des Beteiligungsmanagement siehe Unterkapitel 4.3.4.

390 vgl. Mehrmann und Wirtz (1996) S.133.

391 Die Margenverbesserung kann hierbei durchaus als zweischneidiges Schwert angesehen werden, da Kostenreduktionen in Kernbereichen des Unternehmens unter Umständen die Nachhaltigkeit des Unternehmens gefährden. Zu dieser Einschätzung kommt auch Pfeifer (2008) S.311. Hall (1991) S.37 stellt fest, dass die erhöhte Schuldenlast eines LBO zu einer Reduktion der Forschungs- und Entwicklungsausgaben führt.

392 vgl. Ernst (2010) S.24.

393 vgl. Gottschalg und Groh (2006) S.29.

aus der Reduktion der Steuern durch die Erhöhung von Fremdkapital.³⁹⁴ Eine in der Literatur oft unterstellte Hypothese zur Kapitalstruktur von *Leveraged Buyouts* stellt die Annahme dar, dass es sich bei der messbaren Wertsteigerung um einen Werttransfer von bestehenden Fremdkapitalgebern handelt, deren Kapital durch die Erhöhung des Verschuldungsgrades an Wert verliert.³⁹⁵

Andere Ursachen für das Freisetzen von *Free Cash-Flows* können in einer Verbesserung des *Working Capital Management*,³⁹⁶ in effizienzsteigernden Investitionen oder in Steuer- oder Zinszahlungen liegen.³⁹⁷ Zu guter Letzt verfügen PE-Fonds zumeist über gute Beziehungen zu Kreditinstituten, was es in vielen Fällen ermöglicht, bestehende Kreditkonditionen neu auszuhandeln.³⁹⁸

2.4.2.2.4. Empirische Belege zu Wertsteigerungshebeln

Wie aus Tabelle 8 zu ersehen, kommen die Studien zu Wertsteigerungshebeln zu sehr unterschiedlichen Ergebnissen.³⁹⁹ Der endogene Wertbeitrag des PE-Investors wird je nach Studie zwischen 17% und 60,6% der Wertsteigerung geschätzt und ist in jeder Studie signifikant. Achleitner et al. (2009c) zeigten in ihrer Studie, dass die Rolle des *Leverage* bei Transaktionen über 100 Mio. EUR eine ungleich größere Rolle spielt.

394 Dieser Effekt wird meist als Tax Shield bezeichnet und spielt, wie bereits gezeigt, insbesondere bei LBO-Transaktionen eine große Rolle. Vgl. Guo et al. (2007) S.24.

395 vgl. beispielsweise Asquith und Wizman (1990) S.212, Warga und Welch (1993) S.979 oder aber auch Ernst (2010) S.20. Eine ausführliche Literaturanalyse zu dieser Werttransferhypothese liefern Renneboog und Szilagyi (2008).

396 vgl. Berg und Gottschalg (2003) S.21.

397 vgl. Achleitner et al. (2009c) S.36.

398 vgl. Ernst (2010) S.19.

399 Als Gründe hierfür sind die Unterschiede in den Stichproben, Betrachtungszeiträumen, in der verwendeten Methodik sowie in der Kategorisierung und Berechnung der Werttreiber zu nennen.

| Autor/innen | Region | N | Zeitraum | Ergebnis |
|------------------------|----------|-----|-----------|---|
| Loos (2006) | Weltweit | 57 | 1980-2001 | Endogene Werttreiber = 17% 25% Umsatzwachstum -8% Margenverbesserung Exogene Werttreiber = 83% 400 |
| Guo et al. (2007) | US | 192 | 1990-2006 | Endogene Werttreiber = 31,36% 31,36% Margen+ und Umsatzwachstum Exogene Werttreiber = 24,24% 24,24% Multiple Variation Free-Cash-Flow-Effekte = 46,3% 402 |
| Pindur (2007) | Europa | 42 | 1993-2004 | Endogene Werttreiber 60,6% 31,4% Umsatzwachstum 25,2% Margenverbesserung 4 % Kombiniertes Effekt Exogene Werttreiber = 17,4% 17,4 % Multiple Veränderung Free-Cash-Flow-Generation = 27,6% 403 |
| Meerkatt et al. (2008) | Europa | 32 | 2000-2006 | Endogene Werttreiber = 56 % 46% Umsatzwachstum 10% Margenverbesserung Exogene Werttreiber = 21 % 21% der IRR ist Multiple-Effekt Free-Cash-Flow-Effekte = 23% 405 |

(Fortsetzung auf Folgeseite)

400 Loos (2006) S.242 ermittelt eine durchschnittliche IRR von Buyouts von 78% und vergleicht diese Wertsteigerung mit jener vergleichbarer Unternehmen der gleichen Branche (Matched Sample-Analyse), welche eine durchschnittliche IRR von nur 14,3% erreichen. 137% dieser Wertsteigerung waren auf exogene Wertschöpfungshebel (Leverage und Multipleveränderungen) zurückzuführen, womit für diese Industry Comparables sogar negative endogene Wertschöpfung attestiert wurde (- 13% Revenue Effekt - 24 % EBITDA Margin-Effekt).

401 Es erfolgt keine weitere Unterscheidung der exogenen Werttreiber.

402 Guo et al. (2007) S.1 ermitteln eine risikoadjustierte IRR bei LBOs von 72,5% und sind damit sehr nahe an den Ergebnissen von Loos (2006) S.242. Die risikoadjustierte IRR wird zu 22,9% auf Margenverbesserung und Umsatzsteigerungen, zu 33,8% auf Free-Cash-Flow-Effekte und zu 17,7% auf die Veränderung von Bewertungsmultiples zurückgeführt. Vgl. Guo et al. (2007) S.22.

403 Die Summe von 105,6% ergibt sich daraus, dass 2,7% kombinierte Effekte zur Wertsteigerung hinzu- und 8,3 % Transaktionskosten der Wertsteigerung abziehen sind. Vgl. Pindur (2007) S.262.

404 Pindur (2007) verzichtet auf eine Aufgliederung der Free Cash-Flow-Effekte.

405 Meerkatt et al. (2008) verzichten auf eine Unterscheidung der Free Cash-Flow-Effekt auf Ebene des PU und dem Leverage-Effekt auf Ebene des Investors.

| | | | | |
|----------------------------------|----------|-----|-----------|--|
| Achleitner et al. (2009c) | Weltweit | 251 | 1989-2006 | Endogene Werttreiber= 50,29% ⁴⁰⁶ 32,35% EBITDA Wachstum 15,44% Free-Cash-Flow-Effekte 2,5% Kombination Exogene Werttreiber = 49,89% 32,72 % Leverage 17,27% Multiple-Effekt |
|----------------------------------|----------|-----|-----------|--|

Tabelle 8: Studien zu Werttreibern von PE-Fonds

Quelle: in Anlehnung an Achleitner et al. (2009c) S.2 ergänzt um weitere Studien

In dem immerhin 205 Investitionen fassenden *Sample* von Kreuter et al. (2006) wiesen jene Beteiligungen, die ex-post in einer hohen Rendite resultierten, eine im Vergleich zum Branchenmittel ex-ante geringere E-BITDA-Marge auf. Es ist dies die, dem Wissen des Autors nach, einzige Studie, die einen derartigen Vergleich auf Branchenebene durchführt. Demnach wurde über die Haltedauer die EBITDA-Marge der PU sukzessive verbessert und dem Branchenmittel angenähert.⁴⁰⁷ Bis dato ist diese auch die einzige Studie, die sich explizit mit der Haltedauer der Beteiligung auseinandersetzt und so die eingangs erwähnte *Quick-Flip*-Hypothese überprüft. Innerhalb einer Stichprobe von 2.469 Unternehmen konnten die Autoren feststellen, dass Beteiligungen mit einer Laufzeit unter zwei Jahren tatsächlich eine signifikant höhere Rendite aufweisen als langfristige Beteiligungen.⁴⁰⁸

Holthausen und Larcker (1998) untersuchten den Ursprung der in den PUs generierten *Free-Cash-Flows* und stellten ein im Branchenvergleich signifikant geringeres Niveau an *Working Capital* nach einem *Buyout* fest.

406 Achleitner et al. (2009c) S.7 geht nicht von einer prozentuellen Rendite aus, sondern errechnet eine durchschnittliche Wertsteigerung anhand von einem Multiples. Insgesamt erreichen die untersuchten PE-Investitionen einen Cash-Flow-Multiple von 2,72x. Um eine Vergleichbarkeit mit den anderen Studien zu erlauben, wurden die von Achleitner et al. (2009c) angegebenen absoluten Multiple Anteile vom Autor auf prozentuelle Werte umgerechnet.

407 vgl. Kreuter et al. (2006) S.5f.

408 vgl. Kreuter et al. (2006) S.2 Ähnliche Ergebnisse liefern auch Zollo und Phalipou (2005) S.19. Konkret weisen Beteiligungen unter zwei Jahren einen durchschnittlichen IRR von 80%, Beteiligungen mit einer Laufzeit von zwei bis vier Jahren von 54%, von vier bis sechs Jahren 42% und bei einer Beteiligungsdauer von mehr als sechs Jahren nur mehr 18% auf. Es sollte aber darauf hingewiesen werden, dass diese Beobachtung alleine – entgegen der Auffassung von Kreuter et al. (2006) – noch keinen überzeugenden Beleg für die *Quick-Flip*-Hypothese darstellt, da alternative Erklärungen für die u-förmige Verteilung verantwortlich sein könnten. So könnte die kürzere Laufzeit dadurch erklärbar sein, dass der Exit bei sehr erfolgreichen Investments leichter und schneller möglich ist.

Weitere *Free-Cash-Flows* werden durch den Verkauf nicht ausgelasteter Anlagegüter erzielt.⁴⁰⁹

Wenngleich PE-Investoren in der Regel indifferent gegenüber der Verteilung der Wertkomponenten sind,⁴¹⁰ sofern ihr Investment eine überdurchschnittliche Rendite erzielt, so zeigen die empirischen Belege jedoch, dass die endogenen Werttreiber einen großen Anteil an diesen Renditen haben. Darüber hinaus stellen sie auch das größte Differenzierungspotenzial für PE-Fonds bereit.⁴¹¹ Insbesondere vor dem Hintergrund der beschränkten Fremdfinanzierungsmöglichkeiten im Rahmen von LBOs besteht unter Wissenschaftler/innen und PE-Praktiker/innen weitgehende Einigkeit, dass operationelle Managementunterstützung und Unternehmensentwicklung unter den Werttreibern an Bedeutung gewinnen werden.⁴¹² Meerkatt et al. (2008) machen den Versuch, die Entwicklung der Werttreiber über den Zeitverlauf darzustellen und unterteilen die PE-Geschichte grob in die Epochen *Leverage Era*⁴¹³ (1980er), *Multiples Expansion Era* (1990er)⁴¹⁴ und *Earnings Growth Era* (2000er). Für das kommende Jahrzehnt prophezeien sie die *Operational Improvement Era*. Ihre Ergebnisse sind in Abbildung 18 dargestellt.

409 vgl. Holthausen und Larcker (1998) S.296. In einer Studie von Guo et al. (2007) S.4 wurde ein negativer Zusammenhang zwischen der Restrukturierung durch Asset Sales und der Rendite festgestellt. Dies deutet darauf hin, dass Restrukturierung innerhalb des Unternehmens einen weitaus größeren Wertbeitrag leistet.

410 vgl. Pütter (2006) S.28.

411 vgl. Kranz (2008) S.32f und Landau (2010) S.8.

412 Seitens der Wissenschaft sind beispielsweise Meier et al. (2006a) S.1052, Gietl et al. (2008) S.13 und Ernst (2010) S.24 und aus der Beratungspraxis etwa KPMG (2002) S.4 und Ernst & Young (2008) S.3 zu nennen.

413 Ausführliche Analysen der Leverage era stellen die Beiträge von Kaplan und Stein (1993) und Long und Ravenscraft (1993b) dar.

414 Fenn et al. (1997) und Prowse (1998) liefern Analysen des PE Marktes zur Zeit der Multiples Expansion Era.

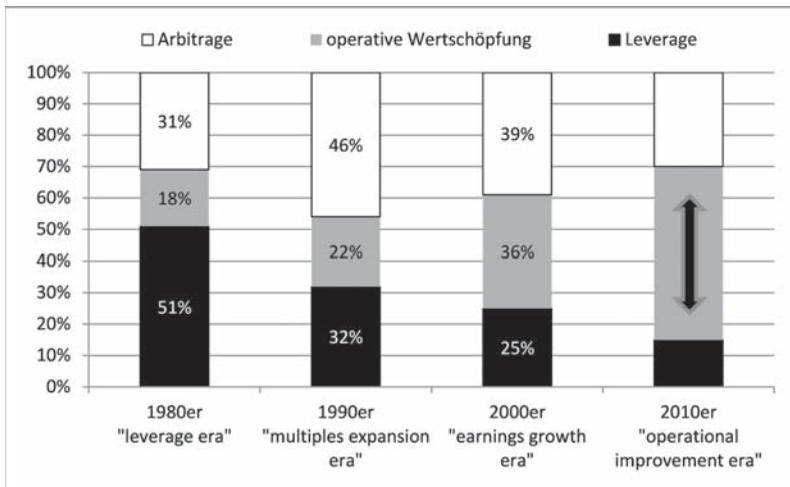


Abbildung 18: Renditemaximierungsstrategien von PE-Investoren im Zeitverlauf

Quelle: Meerkatt et al. (2008) S.10

Im vergangenen Abschnitt wurden Renditemaximierungsstrategien von PE-Investoren einer systematischen Analyse unterzogen. Um die Diskussion über das Rendite- Risikoprofil von PE-Investoren zu schließen, soll im folgenden Abschnitt 2.4.2.3 noch auf die komplementären Risikominimierungsstrategien von PE-Investoren eingegangen werden.

2.4.2.3. Risikominimierungsstrategien

Gemäß der seit 1952 durch Markowitz (1952) proklamierten Interdependenz von Risiko und Rendite betreiben PE-Investoren, ergänzend zur aktiven Renditemaximierung, aktives Risikomanagement, sowohl auf Ebene der individuellen Beteiligung, als auch auf Ebene des Fonds.⁴¹⁵ Im Folgenden sollen die wichtigsten Risikominimierungsstrategien kurz vorgestellt werden, um die Betrachtung des Geschäftsmodells von PE abzuschließen.⁴¹⁶

415 vgl. Zollo und Phalippou (2005) S.5.

416 vgl. Markowitz (1952) S.79. Eine ausführliche Untersuchung des Risikomanagements von PE-Investoren stellt die Dissertation von Fabjani (2005) dar.

2.4.2.3.1. Risikominimierungsstrategien auf Fondsebene

Portfolio Investment

Die meisten Studien zur Dekomposition der Investorenrendite in einzelne Werttreiber betrachten einzelne Investments auf Transaktionsebene.⁴¹⁷ Bei PE-Investoren handelt es sich aber, wie in Unterkapitel 2.4.1 gezeigt, um Investoren, die in ein Portfolio von PU investieren. Dementsprechend sind sie vorwiegend an der Rendite und Risikosituation des Gesamtportfolios interessiert und versuchen durch strategisches Portfoliomanagement, ihre Rendite- bzw. Risikosituation zu beeinflussen.⁴¹⁸

Gerade in diesem Aspekt kommen die Überlegungen von Markowitz (1952) ins Spiel, welcher erstmals erkannte, dass durch eine geeignete Streuung das unsystematische Risiko des Gesamtportfolios reduziert werden kann.⁴¹⁹ Im Zentrum der Betrachtung stehen hierbei die Erwartungswerte der Rendite der einzelnen Beteiligungen sowie deren Varianz als Maßzahl für das Risiko. Diese sind zwar individuell nicht veränderbar, aber auf Ebene des Portfolios ist eine Senkung⁴²⁰ des Risikoniveaus durch Diversifikation möglich, wobei die Standardabweichung der Portfoliorenditen unter das arithmetische Mittel der Einzelrisiken sinkt.⁴²¹ Voraussetzung hierfür ist, dass die Renditen der einzelnen Investitionen nicht vollkommen korreliert sind.⁴²² Im besonderen Fall von

417 vgl. etwa Loos (2006), Gottschalg und Groh (2006), Pindur (2007) und Acharya et al. (2009a).

418 Eine ausführliche Untersuchung des Portfoliomanagements von PE-Investoren findet sich in Lossen (2007a).

419 vgl. Fabjani (2005) S.181. Für eine ausführliche Diskussion systematischer und unsystematischer Risiken im PE-Geschäft seien Leserinnen und Leser auf Weber (2003) S.37ff verwiesen.

420 Die Senkung des Gesamttrisikos des Portfolios durch die Hinzufügung eines Wertpapiers entspricht dem Korrelationskoeffizienten zwischen den Wertpapieren. Vgl. Fabjani (2005) S.186.

421 vgl. Garz et al. (2006) S.31.

422 Auf eine detaillierte Darstellung der Portfoliotheorie soll im Rahmen dieser Arbeit verzichtet werden. Die Leserin bzw. der Leser sei beispielsweise an Sharpe (1970), Garz et al. (2006), Spremann (2008) sowie Bruns und Meyer-Bullerdiel (2008). Eine PE Bezogenen Betrachtung liefert Fabjani (2005) S.178ff. In einer empirische Studie aus dem Bereich PE stellen Zollo und Phalippou (2005) S.20 eine sehr hohe Korrelation zwischen PE-Renditen und Kapitalmärkten fest. Dies würde hingegen der weitverbreiteten Meinung unter Investoren bedeuten, dass durch die Beimischung von PE in ein Aktienportfolio kein starker Diversifikationseffekt entsteht.

PE-Fonds ist Diversifikation nach unterschiedlichen Kriterien bzw. Diversifikationsstrategien möglich⁴²³:

- Eine naive Diversifikation erfolgt durch die Zusammenfassung einer bestimmten Anzahl an Beteiligungen in einem Fonds.⁴²⁴
- Eine Form der systematischen Diversifikation erfolgt auf Ebene der einzelnen Beteiligungen bzw. deren Charakteristika. So kann der PE-Investor gezielt über Länder, Branchen und Finanzierungsanlässe diversifizieren.
- Zu guter Letzt ist eine dynamische Diversifikation über die Zeit denkbar.

In der PE-Praxis und auch der Forschung ist insbesondere die Frage der systematischen Diversifikation von Interesse, da die naiven Diversifikationsmöglichkeiten aufgrund der limitierten Betreuungs- und *Monitoring*-Kapazitäten der Fonds schnell an ihre Grenzen stoßen⁴²⁵ und die dynamische Diversifikation durch die Laufzeitbegrenzung der meisten Fonds verhindert wird.

Die systematische Diversifikation ist auch insofern von besonderem Interesse, als die Portfoliotheorie hierbei teilweise anderen theoretischen Ansätzen zur Erklärung der Renditestruktur von PE-Fonds widerspricht. So argumentiert eine Reihe von Autor/innen, dass erst die Spezialisierung von PE-Investoren auf Branchen, Regionen und Finanzierungsanlässe es ihnen erlaubt, die *Agency*-spezifischen Kosten zu reduzieren und die Informationsasymmetrien der Investitionsentscheidung zu überwinden.⁴²⁶ Auch eine ressourcenbasierte oder wissensbasierte Sichtweise würde nahelegen, dass der Wertbeitrag eines Investors umso größer ist, umso mehr spezialisiertes *Know-How* und Erfahrungen er aufweisen kann. In der Literatur besteht daher eine andauernde Diskussion, ob die Diversi-

423 Lossen (2007a) S.62.

424 Eine empirische Analyse „naiver“ Diversifikation findet sich in Cumming (2001) und in Bernile et al. (2007).

425 Zum Zusammenhang zwischen Betreuungsintensität und Portfoliogröße siehe auch Kannianen und Keuschnigg (2003) sowie Bernile et al. (2007).

426 vgl. Lossen (2007a) S.95. Zu dieser Fragestellung verfasste außerdem Fabjani (2005) seine Dissertationsschrift.

fikation des unsystematischen Risikos über ihre PU oder das aktive Management am einzelnen PU sinnvoller ist.⁴²⁷

Empirische Belege zur Portfoliodiversifikation im Bereich PE

Eine Reihe von quantitativen empirischen Studien widmete sich der Erforschung des Dilemmas zwischen Spezialisierung und Diversifikation durch PE-Fonds.⁴²⁸ Tabelle 9 soll die wichtigsten Studien komprimiert darstellen. Insgesamt ergibt sich das Bild, dass Branchendiversifikation nur einen geringen bzw. einen negativen Effekt auf PE-Renditen zu haben scheint, wodurch die ressourcenbasierte und wissensbasierte Sichtweise bestätigt scheinen. Die einzige Studie, die einen nicht linearen Zusammenhang untersucht, liefert auch die intuitiv glaubhaftesten Ergebnisse und ermittelt einen umgekehrt U-förmigen Zusammenhang.

| Autor/innen | Region | N | Zeitraum | Ergebnis |
|------------------------------|----------|-------|-----------|---|
| Kreuter et al. (2006) | Weltweit | 2.091 | 1998-2001 | systematische Diversifikation: Diversifikation über Branchen und Rendite haben einen umgekehrt U-förmigen Zusammenhang. |
| Lossen (2007a) | Weltweit | 174 | 1977-1995 | Diversifikation hat insgesamt nur einen geringen Einfluss auf die Rendite von PE-Fonds naive Diversifikation: + 5,6% IRR ⁴²⁹ systematische Diversifikation: <ul style="list-style-type: none"> • Diversifikation über Finanzierungsphasen: - 6,5% IRR⁴³⁰ • Diversifikation über Branchen: + 0,7% IRR⁴³¹. • Diversifikation über Länder hinweg hat keinen signifikanten Einfluss dynamische Diversifikation: <ul style="list-style-type: none"> • negativen Einfluss (in Phasen des wirtschaftlichen Aufschwungs erzielen Fonds geringere Renditen) |

(Fortsetzung auf Folgeseite)

427 vgl. Bader (1996) S.291.

428 Bereits sehr früh führte Norton und Tenenbaum (1993b) eine Befragung von Fondsmanagern zu dieser Thematik durch.

429 Eine Erhöhung von 25 auf 35 PU erhöht die Rendite um 5,6%. Vgl. Lossen (2007a) S.111.

430 vgl. Lossen (2007a) S.111.

431 vgl. Lossen (2007a) S.112.

| | | | | |
|-----------------------|-----|-----|-----------|--|
| Cressy et al. (2007a) | UK | 122 | 1995-2002 | systematische Diversifikation hat einen positiven Einfluss auf die Rentabilität der finanzierten PU ⁴³² . <ul style="list-style-type: none"> • Diversifikation über Branchen: -8,5%⁴³³ • Diversifikation über Finanzierungsphasen hat keinen Einfluss |
| Knill (2009) | USA | 500 | 1998-2006 | systematische Diversifikation hat insgesamt einen positive Einfluss ⁴³⁴ auf das Wachstum des Fonds <ul style="list-style-type: none"> • Diversifikation über Länder: +7,74%⁴³⁵ • Diversifikation über Branchen: -1,71%⁴³⁶ • Diversifikation über die Finanzierungsphasen: +6,37%⁴³⁷ |

*Veränderungen der IRR beziehen sich auf eine Erhöhung des Diversifikationsgrades um eine Standardabweichung.

Tabelle 9: Studien zur Risikodiversifikation durch PE-Fonds

Kreuter et al. (2006) finden in ihrem *Sample* von 2.091 PU Unterstützung für die Spezialisierungshypothese. Spezialisierte Fonds erwirtschaften demnach eine höhere Rendite. Die angegebenen Renditen wurden nach Dauer der Beteiligung und Größe der Beteiligung gewichtet. Der Spezialisierungsgrad wird in Form eines Herfindahl-Index berechnet.⁴³⁸ Der Zusammenhang zwischen Rendite und Diversifikationsgrad besteht aber nur bis zu einem gewissen Grad der Spezialisierung. Eine Spezialisierung über diesen Punkt hinaus reduziert die Renditen der PE-Investoren. Die Autoren vermuten dahinter die steigende Sensibilität des Portfolios gegenüber Branchenschwankungen.⁴³⁹

432 Die Wirtschaftlichkeit des PU wird von Cressy, 2007 #2232} S.654 mit EBIT/total assets über einen Zeitraum von drei Jahren gemessen.

433 Branchen-spezialisierte Fonds weisen eine um 8,5% höhere Wirtschaftlichkeit auf, als jene von nicht spezialisierten Fonds. Vgl. Cressy et al. (2007a) S.665.

434 Fondswachstum wird gemessen am „capital under management“. Vgl. Knill (2009) S.6.

435 vgl. Knill (2009) S.19.

436 Vgl. Knill (2009) S.25.

437 Vgl. Knill (2009) S.20.

438 Im Detail wird die Summe der quadrierten prozentuellen Anteile von zehn Branchen herangezogen. Eine vollkommene Konzentration auf eine Branche liefert einen Herfindahl Index von 1.

439 vgl. Kreuter et al. (2006) S.5.

Abbildung 19 stellt die Ergebnisse dieser Studie von Kreuter et al. (2006) in einem Säulendiagramm dar.

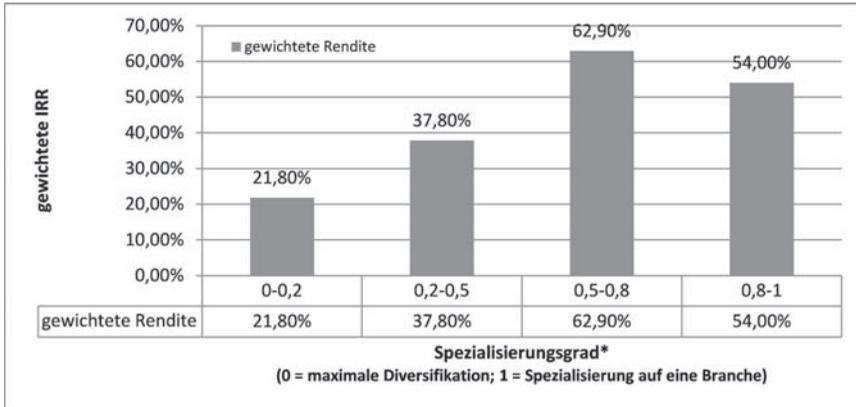


Abbildung 19: Zusammenhang Diversifikation und Rendite bei PE Fonds

Quelle: Kreuter et al. (2006) S. 9

Dieses Ergebnis kann nicht nur als Unterstützung für den Diversifikationseffekt interpretiert werden, sondern legt auch den Schluss nahe, dass unabhängig davon ein Risikomanagement auf Ebene der einzelnen Beteiligung effizienter erfolgen kann, wenn zumindest ein gewisser Grad an Spezialisierung erreicht wird. Auf dieses Risikomanagement auf Ebene der Beteiligung soll im folgenden Unterkapitel 2.4.2.3.2 kurz eingegangen werden.

2.4.2.3.2. Risikominimierungsstrategien auf Beteiligungsebene

Auf Beteiligungsebene ist der PE-Investor insbesondere mit Marktrisiken und *Agency*-Risiken konfrontiert.⁴⁴⁰ Die Risikominimierungsstrategien stehen hierbei in engem Zusammenhang mit

- dem Beteiligungsvertrag (insb. *Agency*-Risiken)
- Beteiligungswürdigkeitsprüfung (*Agency*-Risiken und Marktrisiken) oder der
- operativen Einflussnahme (*Agency*-Risiken und Marktrisiken)

440 vgl. Fiet (1995) S.553f.

und somit in einem Kausalzusammenhang mit den Auswirkungen des Investors auf Ebene des PUs. Dieser Themenkreis wird in Unterkapitel 4.3 behandelt und soll daher an dieser Stelle unterbleiben. Allerdings findet sich auf Ebene der individuellen Beteiligung neben den eben genannten Strategien eine dritte Risikominimierungsstrategie, die auf den ersten Blick keine direkten Auswirkungen auf das PU vermuten lässt: die Syndizierung von Beteiligungen durch zwei oder mehrere Kapitalgeber.⁴⁴¹

Syndizierung der Beteiligung

Wilson (1968) definiert Syndikate ganz allgemein als *„a group of individual decision makers who must make a common decision under uncertainty, and who, as a result, will receive jointly a payoff to be shared among them.“*⁴⁴² Es handelt sich somit nicht um eine PE-spezifisches sondern ein allgemeines Kapitalmarktphänomen. Im PE-Geschäft spricht man von einer syndizierten Beteiligung, wenn zwei oder mehrere Investoren an einem PU beteiligt sind.⁴⁴³ Wright und Lockett (2003) definiert Syndikate wie folgt:

*„Syndicates are a form of inter-firm alliance in which two or more venture capital firms co-invest in an investee firm and share a joint pay-off.“*⁴⁴⁴

Von den beteiligten Investoren nimmt ein Hauptinvestor zumeist die Rolle des sogenannten *Lead-Investors* ein. Die Kooperation zwischen den Investoren wird durch einen Syndikatsvertrag geregelt.⁴⁴⁵ Wichtiger als vertragsrechtliche Bestimmungen sind jedoch informelle, implizite Absprachen und soziale Sanktionsmechanismen (insb. Reputationsverlust).⁴⁴⁶

Die Forschung zum Thema Syndizierung ist wohl eine der reichhaltigsten und umfassendsten im Bereich der PE-Forschung. Ausgehend von Wilson (1968) und seiner Theorie zur Syndizierung entwickelte sich die

441 In der angloamerikanischen Begriffswelt wird für derartige Co-Investments oft der Terminus Club Deals gebraucht. Vgl. Guo et al. (2007) S.4.

442 Wilson (1968) S.119 in Mäkelä (2004) S.13.

443 vgl. Mäkelä (2004) S.13.

444 Wright und Lockett (2003) S.2073.

445 In der Praxis wird zumeist der englische Terminus Syndicated Investment Agreement verwendet. Vgl. Wright und Lockett (2003) S.2096.

446 vgl. Wright und Lockett (2003) S.2096.

Forschung hierzu rasant. Eine der ersten Untersuchungen im Bereich der Syndizierung von VC-Investments lieferte Bygrave (1988). In seiner Untersuchung erkannte er, dass die Syndizierung dreierlei Funktionen erfüllt:⁴⁴⁷

- Eröffnen eines Zugangs zu profitablen Beteiligungsunternehmen,⁴⁴⁸
- Diversifikation des unsystematischen Risikos der Beteiligung auf mehrere Investoren im Sinne der Portfoliotheorie⁴⁴⁹ und
- Reduktion von Informationsasymmetrien und die Aufteilung der Agency-Kosten auf mehrere Beteiligte.⁴⁵⁰

Durch Co-Investments schaffen sich insbesondere junge PE-Investoren⁴⁵¹ Zugang zu Beteiligungen und können gleichzeitig die Kosten der *Due-Diligence* und das Risiko der einzelnen Beteiligung reduzieren. Die Positionierung des Fonds innerhalb des Netzwerkes und seine Reputation⁴⁵² sind hierbei von größerer Bedeutung für die Anzahl an angebotenen Syndizierungen als das verfügbare Kapital des Fonds.⁴⁵³ Untersuchungen zeigten, dass Syndizierungsnetzwerke eine ausgesprochen rigide Struktur aufweisen und von hohen Markteintrittsbarrieren gekennzeichnet sind.⁴⁵⁴ Lockett und Wright (1999) nähern sich dem Phänomen der Syndizierung aus einer ressourcenorientierten Sichtweise und fügen den eben genannten Motiven hinzu, dass PE-Investoren durch Co-

447 Bygrave (1988) S.137. Die Studien von Lockett und Wright (1999) S.321, Lockett und Wright (2001), Manigart et al. (2002b) sowie Manigart et al. (2006) S.147 unterstreichen die dominante Rolle dieses Syndizierungsmotives.

448 Lockett und Wright (2001) S.378 bezeichnen dieses Motiv als „*Deal-Flow Syndication*“. Jääskeläinen et al. (2006) untersuchen den Zusammenhang zwischen Syndizierung und optimaler Portfoliogröße.

449 Das Diversifikationsmotiv scheint insbesondere bei Spätphasenfinanzierungen dominant zu sein. Vgl. Lockett und Wright (2001) S.388 sowie Manigart et al. (2002b) S.17.

450 Dem widersprechend finden Meuleman et al. (2009a) S.641 einen positiven Zusammenhang zwischen dem Grad an Syndizierung und der Höhe der Agency-Kosten. Sie begründen diese Erkenntnis damit, dass zwar die Agency-Kosten zwischen PU und Investorenschaft aufgeteilt werden können, gleichzeitig aber Agency-Kosten zwischen den Investoren entstehen.

451 Im Gegensatz dazu finden Manigart et al. (2002b) S.18 allerdings Hinweise darauf, dass Syndizierung von größeren eingessenen PE-Fonds in höherem Ausmaß betrieben wird.

452 vgl. Sorenson und Stuart (2001), Seppä und Jääskeläinen (2002) S.1ff und Seppä (2003) S.3ff.

453 vgl. Jääskeläinen (2009) S.22.

454 vgl. Seppä und Jääskeläinen (2002) S.1.

Investments auf die gegenseitigen Ressourcen⁴⁵⁵ und spezielles *Know-How*⁴⁵⁶ zugreifen. Hierbei unterteilen Brander et al. (2002) den möglichen Ressourcenbeitrag eines PE-Investors innerhalb eines Co-Investments in:⁴⁵⁷

- spezielle Selektionskompetenzen
- spezielle Managementkompetenzen

Eine besondere Rolle – und somit auch eine zentrale Fragestellung in der vorliegenden Arbeit – nimmt Syndizierung auch bei der Internationalisierung von PE-Fonds und deren PU.⁴⁵⁸ So spielen geographische, wirtschaftliche und regulatorische Grenzen⁴⁵⁹ eine wichtige Rolle bei der Schaffung von PE-Netzwerken,⁴⁶⁰ und Syndizierung bietet ein Instrument für Fonds diese Grenzen zu überwinden.⁴⁶¹ Abschließend zeigt Abbildung 20 die Anteile syndizierter Beteiligungen in den bedeutendsten europäischen PE-Märkten.⁴⁶² Zusätzlich ist zu jedem Ländermarkt der Entwicklungsstand des PE-Marktes angegeben.⁴⁶³ Mit dem nur 18. Rang von insgesamt 20 PE Ländermärkten stellt der österreichische PE Markt einen der am schlechtesten entwickelten Europas dar.

455 Ressourcenbasierte Überlegungen (insb. finanzielle Ressourcen) spielen nach den Ergebnissen von Manigart et al. (2002b) S.19 vor allem bei Frühphasenfinanzierungen eine Rolle.

456 vgl. De Clercq und Dimov (2004) S.253.

457 Brander et al. (2002) S.424.

458 Die Auswirkungen von Syndizierung internationaler Investments auf Ebene der jeweiligen PU sollen in Unterkapitel 5.3.2.1 diskutiert werden, während hier ein Fokus auf die Motivation auf Fondsebene verbleibt.

459 Manigart et al. (2002b) S.19 zeigt in ihrer Studie, dass europäische PE-Fonds weniger Syndizierung betreiben als ihre US-amerikanischen Gegenstücke.

460 vgl. Sorenson und Stuart (2001) S.37.

461 vgl. Mäkelä (2004) S.16.

462 Der gesamteuropäische Anteil ist orange hervorgehoben.

463 Operationalisiert wird dies durch den Rang, den der jeweilige Ländermarkt im europäischen Ranking nach Gesamtvolumen von PE-Investitionen als Prozent des BIP belegt. Vgl. EVCA (2010c).

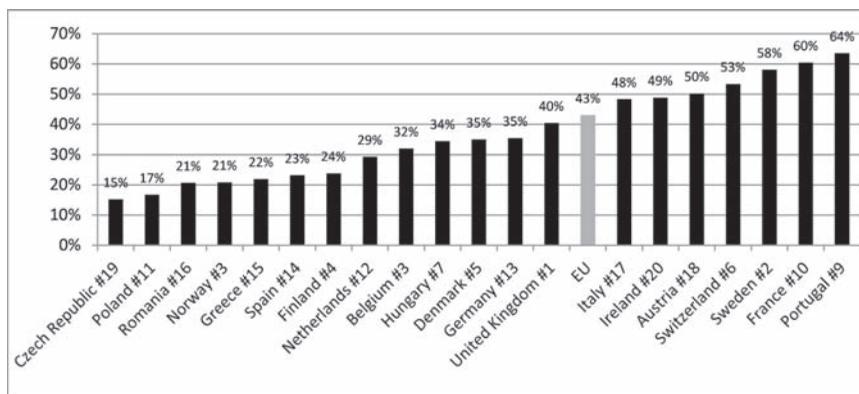


Abbildung 20: Anteil syndizierter Beteiligungen nach Ländermärkte 2009

Quelle: EVCA (2009a) S.49

Interessanterweise scheint kein Zusammenhang zwischen dem Entwicklungsstand⁴⁶⁴ des PE-Marktes und dem Syndizierungsgrad zu bestehen. Diese Beobachtung entspricht den Ergebnissen von De Clercq und Dimov (2004), die die Gründe für Syndizierung eher auf Ebene der Fonds bzw. PU vermuten. Demnach stehen ressourcen- und risikobezogene Überlegungen im Vordergrund der Syndizierungsentscheidung⁴⁶⁵. Ähnliche Ergebnisse liefert auch Lerner (1994a), der die Verbesserung der Selektion im Kollektiv und somit die Reduktion des *Moral Hazard*-Problems als Hauptmotiv der Syndizierung ansieht⁴⁶⁶.

Bigus (2003) differenziert zwischen inländischer und ausländischer Syndizierung und zeigt, dass grenzüberschreitende Syndikate zwischen den 1990er Jahren und dem Jahr 2000 in Europa stark zurückgegangen sind⁴⁶⁷. EVCA (2010a) zeigt, dass die Länder der DACH-Region⁴⁶⁸ mit 40% internationalen Syndizierungen die international offensten Länder-

464 Gu und Lu (2011) untersuchen aus makroökonomischer Perspektive die weltweite Entwicklung von aktiven und passiven PE-Investitionen in Ländermärkten unterschiedlichen Entwicklungsstandes.

465 vgl. De Clercq und Dimov (2004) S.253f.

466 vgl. Lerner (1994a) S.25f.

467 vgl. Bigus (2003) S. 13f.

468 Hiermit sind die PE-Ländermärkte Deutschland, Österreich und Schweiz gemeint.

märkte darstellen, während in Frankreich beispielsweise nur 3% der Syndikate internationale Partner aufweisen.⁴⁶⁹

In jüngster Vergangenheit unternimmt die europäische Union im Rahmen des *Single Market Act* und durch die Gründung der *Expert Group on Removing Obstacles to Cross-Border Investments* Anstrengungen, einen grenzübergreifenden einheitlichen Risikokapitalmarkt zu schaffen.⁴⁷⁰ Ein viel diskutiertes Element dieser Initiativen ist die *Alternative Investment Fund Managers Directive* (AIFMD) welche einen einheitlichen Verhaltenskodex für Finanzinvestoren vorsieht.⁴⁷¹

Empirische Belege zur Syndizierung im Bereich PE

Brander et al. (2002) testen zwei Hypothesen, um das Zustandekommen von Syndikaten zu erklären. Die postulierten *Selection*-Hypothese geht auf Lerner (1994a) zurück und ihr liegt die Annahme zugrunde, dass Investoren durch die Hinzunahme weiterer Investoren versuchen, die Selektionskompetenzen zu erhöhen. Die Prüfung der Investition durch zwei Fonds soll folglich zu einer effizienteren Investitionsentscheidung führen.⁴⁷² Das opportunistische Verhalten von PE-Investoren führt jedoch dazu, dass diese nur auf Syndizierung zurückgreifen, wenn das Rendite/Risikoprofil einer Investition unsicher ist. Insgesamt sollten syndizierte Investitionen daher eine geringere Rendite als Einzelinvestitionen aufweisen⁴⁷³. Auch Casamatta und Haritchabalet (2003) begreifen die Bildung von Syndikaten als Lernprozess, bei dem ein *Lead*-PE-Investor die Beurteilung eines zweiten in Form eines Signals einholt. Durch die Offenlegung der Investitionsmöglichkeit strebt der *Lead*-

469 vgl. EVCA (2010a) S.27f.

470 vgl. Europäische Kommission (2006c), Europäische Kommission (2007b) sowie Europäische Kommission (2007a), Europäische Kommission (2011).

471 Für eine Stellungnahme hierzu siehe EVCA (2010b).

472 Eine gegensätzliche Hypothese liefert die Agency-Theorie, nach welcher in syndizierten Investitionen die Gefahr besteht, dass die Prüfung der Investition opportunistisch von beiden Seiten reduziert wird, wodurch eine suboptimale Investitionsentscheidung erfolgt. Auch in Bezug auf die Betreuung und Monitoring von PU besteht die Gefahr von Free-riding durch Syndikatsmitglieder. Vgl. Dimov und De Clercq (2006) S.219. sowie Guo et al. (2007) S.18.

473 vgl. Brander et al. (2002) S.424ff.

Investor sodann eine kooperative Zusammenarbeit an, um die negativen Auswirkungen eines direkten Konkurrenten zu vermeiden⁴⁷⁴.

Die zweite Hypothese folgt einer ressourcenbasierten Sichtweise und geht von einem *Value Added* von PE-Investoren aus. Demnach führt die Hinzunahme eines weiteren Investors nicht zu einer besseren Auswahl, sondern vielmehr eine höheren Wertsteigerung der akquirierten PU durch die Erweiterung des übergreifenden Ressourcen-Sets.⁴⁷⁵ Durch die zusätzlichen *Agency*-Kosten der Syndizierung⁴⁷⁶ greifen PE-Investoren jedoch nur darauf zurück, wenn der erwartete Mehrwert eines zusätzlichen Investors höher ist als die daraus resultierenden Kosten. Folglich sollten syndizierte Investitionen daher eine höhere Rendite aufweisen als Einzelinvestitionen. Auch De Clercq und Dimov (2003) gehen davon aus, dass spezialisiertes *Know-How* bei der Bildung von Netzwerken eine große Rolle spielt, weshalb Fonds, die eine geringe Diversifikation aufweisen, einen höheren Beitrag zur Syndizierung leisten. Die Autoren finden Anzeichen für die *Risk Sharing*-Hypothese und die *Knowledge-based*-Hypothese.⁴⁷⁷ Die Ergebnisse von Brander et al. (2002) sprechen für die *Value Added*-Hypothese, zumal in dem von ihnen untersuchten *Sample* syndizierte Investitionen eine höhere Rendite aufweisen.⁴⁷⁸ Allerdings gehen die Autoren in ihren Überlegungen von einem risikoneutralen PE-Investor aus, was nicht der PE-Realität entspricht. Die Autoren weisen daher auf Risikodiversifikation als mögliche alternative Erklärung hin und benennen diese mit dem Begriff *Risk Sharing*-Hypothese.⁴⁷⁹ Filatotchev et al. (2006) zeigen an ihrem *Sample* von 293 IPOs, dass Syndikate in riskantere PU investieren⁴⁸⁰. Cumming (2006a) zeigt, dass über den *Risk Sharing*-Effekt hinaus Syndizierung die adverse Selektion einer

474 vgl. Casamatta und Haritchabalet (2003) S.1ff.

475 vgl. Brander et al. (2002) S.425f.

476 vgl. Fluck et al. (2005) S.25, Lockett et al. (2006) S.118 und Meuleman et al. (2009a) S.641.

477 vgl. De Clercq und Dimov (2004) S.243ff.

478 vgl. Brander et al. (2002) S.450. Eine höhere Performance von syndizierten Investitionen findet auch Lehmann (2006) S.462 und Fluck et al. (2005) S.25 leiten selbige anhand eines analytischen Modells her.

479 Brander et al. (2002) S.447. Die empirische Analyse von Lehmann (2006) S.462 legt jedoch eine dominante Rolle von Risk-Sharing-Überlegungen bei der Bildung von Syndikaten nahe.

480 vgl. Filatotchev et al. (2006) S.337.

PE-Investition reduzieren kann⁴⁸¹. Interessanterweise finden Dimov und De Clercq (2006) einen positiven Zusammenhang zwischen der Häufigkeit syndizierter Investments eines Fonds und seiner Insolvenzrate⁴⁸².

Bruining et al. (2005) untersuchen Syndizierung aus Transaktionskostensicht und schließen, dass VC-Fonds durch ihren Fokus und Expertise in frühen Unternehmensphasen zur Bildung von Syndikaten beitragen, während größere PE-Fonds in späteren Finanzierungsrunden vorwiegend einen finanziellen, skalenbedingten Beitrag leisten. Unterschiedliche Fonds tragen folglich in unterschiedlicher Form und zu unterschiedlichen Zeitpunkten zu Syndikaten bei.⁴⁸³ Mäkelä und Maula (2006) untersuchen die Einflussfaktoren auf das Engagement einzelner Investoren in internationalen Syndikaten und kommen zu dem Schluss, dass die Erwartungen des Investors und die Erfüllung dieser Erwartungen durch die PU entscheidend für ein aktives grenzüberschreitendes Beteiligungsmanagement sind. Guo et al. (2007) bringen die Beteiligungssyndizierung in Zusammenhang mit der von PE-Investoren erzielten Rendite und finden ein signifikant höheres ROA für *Club Deals*.⁴⁸⁴

Lehmann (2006) ist einer der wenigen Autoren, die die Auswertung von syndizierten Beteiligungen auf die PU untersucht. In einem umfangreichen *two-step*-Regressionsmodell findet er starke Hinweise, dass syndizierte Beteiligungen ein höheres Beschäftigungswachstum aufweisen⁴⁸⁵. Die einzige identifizierte Studie, die Internationalisierung in direkten Zusammenhang mit Syndizierung bringt, stammt von Smolarski und Kut (2009) und kommt zu dem Schluss, dass Syndizierung einen positiven Effekt auf Umsatz, Absatz und Exportwachstum hat. Abbildung 21 zeigt die Ergebnisse ihrer Studie.

481 vgl. Cumming (2006a) S.179f.

482 vgl. Dimov und De Clercq (2006) S.218.

483 vgl. Bruining et al. (2005) S.19.

484 Guo et al. (2007) S.20. De Clercq und Dimov (2003) S.1f finden einen gegenteiligen Zusammenhang zwischen Syndizierung und Investor-Rendite.

485 vgl. Lehmann (2006) S.462.

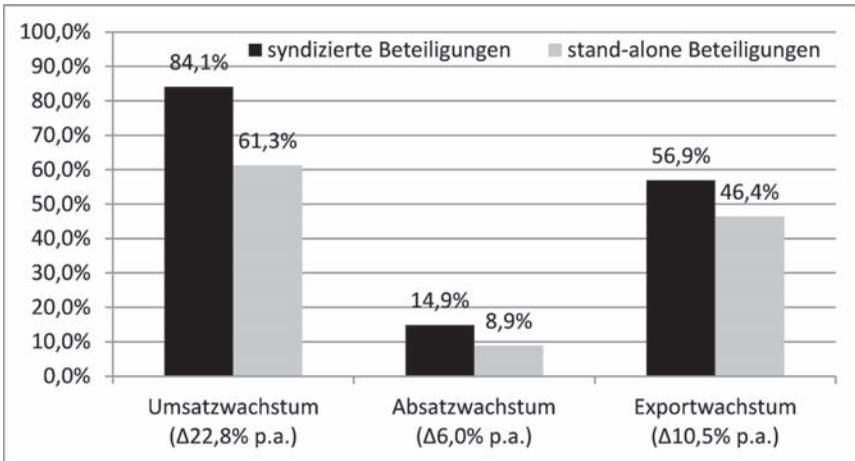


Abbildung 21: Beteiligungssyndizierung und Auswirkungen auf das Unternehmen
Quelle: Smolarski und Kut (2009) S.48ff

Mit der Diskussion der PE-eigenen Risikominimierungsstrategien ist die allgemeine Vorstellung des PE-Geschäftes abgeschlossen. Auf Basis der hierin erarbeiteten Grundlagen kann im folgenden Kapitel 3 der Perspektivenwechsel auf die Unternehmensebene erfolgen und es können die konkreten Auswirkungen von PE-Investoren untersucht werden. Bevor dieser Schritt erfolgt, sollen in Unterkapitel 2.5 die wichtigsten Erkenntnisse des vorangegangenen Kapitels 2 resümiert werden.

2.5. Zwischenresümee der Grundlagen zu PE

Kapitel 2 liefert die Grundlagen zum Verständnis des PE-Geschäftes und somit für die weitere Analyse der Auswirkungen von PE-Investoren auf die von ihnen finanzierten Unternehmen.

Die wissenschaftliche Analyse zum Feld PE ist stark an die Praxis angelehnt und weist ein uneinheitliches Begriffsverständnis auf. Insbesondere die Abgrenzung von bzw. Beziehung zu VC ist nicht immer leicht zu definieren. Erschwerend kommt ein zwischen dem angloamerikanischen und europäischen Raum regional divergierendes Begriffsverständnis hinzu. In der vorliegenden Arbeit wird VC als ein Untersegment von PE i.w.S. gesehen. PE i.e.S. beinhaltet Beteiligungen an Unternehmen in späteren Entwicklungsphasen. Anders als der hierfür in der englischsprache-

chigen PE-Praxis oft verwendete Begriff der *Buyout*-Finanzierung, beinhaltet PE i.e.S. allerdings Wachstums- bzw. Expansionsfinanzierungen, insbesondere von KMU.

PE-Investoren sind als (offene oder geschlossene) Kapitalanlagefonds ausgestaltet und beteiligen sich an nicht kotierten Unternehmen in einer entscheidenden, späteren Phase ihrer Entwicklung, ohne über ausreichende Sicherheiten zu verfügen. Die Verwendung von Lebenszyklus- bzw. Phasenmodellen bei der Differenzierung von VC und PE i.e.S. ist nur wenig praktikabel. Vielmehr empfiehlt sich eine Differenzierung anhand des überwiegend verfolgten Geschäftsmodells des Investors. Beide Formen von Risikokapitalinvestoren stellen mittel- bis langfristiges Risikokapital zur Verfügung, doch unterscheiden sich der Inhalt der Managementunterstützung, die Form des *Monitorings* und das investorseitige Rendite- und Risikoprofil. Darüber hinaus grenzen sie sich von anderen fondsorganisierten Kapitalmarktakteuren, wie etwa *Hedge*-Fonds oder *Corporate VC*-Fonds, insbesondere durch ihr Veranlagungsverhalten ab.

Die Konzentration von PE-Investoren auf den vorbörslichen Markt für Unternehmensbeteiligungen hat einen starken Einfluss auf die Funktionsweise und Natur des PE-Geschäftsmodells. Hohen Informationsasymmetrien stehen ein geringer Organisationsgrad des Marktes und eine geringe Fungibilität der Unternehmensanteile gegenüber. Dieses Marktumfeld ist einerseits entscheidend für das daraus resultierende Rendite- und Risikoprofil von PE-Beteiligungen und andererseits als *conditio sine qua non* dieser Sonderform der Finanzintermediation anzusehen.

PE-Fonds werben ihrerseits im *Fundraising*prozess Kapital von Investoren ein, um dieses dann in Rendite versprechende Unternehmen zu investieren. Dieser zweiseitigen *Principal-Agent*-Beziehung liegt eine komplexe Fondsstruktur zugrunde, deren Ziel es ist, die Interessen der drei Parteien in einer vertraglichen und organisatorischen *Governance*-Struktur zu vereinen. Der Investitionsentscheidung der PE-Investoren ist ein aufwendiger *Due Diligence*-Prozess vorgelagert. Eben dieser Selektionsprozess stellt eine der größten Herausforderung bei der Analyse des Wertbeitrages des PE-Investors während der Haltedauer des Investments dar, zumal eine Kausalität nur unter Berücksichtigung der endogenen Selektion unterstellt werden kann.

Neben der Selektion und unter Vernachlässigung von Arbitragemöglichkeiten und Finanzstrukturierung bildet das aktive Beteiligungsmanagement von PE-Investoren die zweite Säule der Wertsteigerung. Investoren versuchen durch

- Verbesserung der *Governance*-Struktur in den PU
- aktives *Monitoring* und
- Zurverfügungstellung von zusätzlichen Ressourcen und Leistungen

eine nachhaltige Unternehmenswertsteigerung im Unternehmen zu erzielen, die bei einem späteren *Exit* realisiert werden kann. Diesem Anspruch steht jedoch eine oft kritisierte, übermäßige Verwendung von Fremdkapital zur Finanzierung der Unternehmensbeteiligungen gegenüber. Gemäß dieser Kritik wälzen PE-Investoren den Schuldendienst auf die operative PU ab und bremsen es somit in ihrer Entwicklung. Empirische Belege hierzu bestätigen die entscheidende Rolle von *Leverage* bei der Determination der PE-Renditen, attestieren aber gleichzeitig einen erheblichen endogenen Wertbeitrag von PE-Investoren am operativen Unternehmen. Dieser wird insbesondere durch eine Reihe endogener Werttreiber erreicht, welche gezielte Steigerungen von Umsatz, Profitabilität und Reduktion der Fremdfinanzierung beinhalten. Darüber hinaus maximieren PE Investoren ihre Rendite durch den Versuch endogene Wertsteigerungen im Sinne von Marktpreisschwankungen zu antizipieren bzw. durch Verhandlungsgeschick zu internalisieren.

Neben den Renditemaximierungsstrategien setzen PE-Investoren Maßnahmen, um das Risiko auf Ebene der einzelnen Beteiligung bzw. auf Ebene des Portfolios zu reduzieren. Viele dieser Maßnahmen haben Auswirkungen auf das operative PU und sind somit unerlässlich zum Verständnis der Auswirkungen von PE-Investoren auf die finanzierten PU.

Im folgenden Kapitel 3 soll sodann der Perspektivenwechsel von Fondsebene auf Ebene der PU erfolgen. In einer ausführlichen, strukturierten Literaturanalyse sollen bisherige Belege zu den Auswirkungen von PE-Investoren identifiziert, aufgearbeitet und analysiert werden. Der Fokus der Analyse erstreckt sich hierbei vorerst auf die allgemeinen Auswirkungen auf Unternehmenswachstum, Produktivität und Innovation, zumal die spärlichen Belege zu den Auswirkungen auf die Internationa-

lisierung der PU im Rahmen der Erstellung des Untersuchungsmodells in Unterkapitel 4.3 präsentiert werden. In Hinblick auf die empirische Analyse in Kapitel 5 soll aber bereits in der folgenden Literaturanalyse auf die methodische Berücksichtigung der Endogenitätsproblematik der vorhandenen Literatur eingegangen werden.

3. Auswirkung von PE auf die finanzierten PU

Die Auswirkungen von PE auf die finanzierten PU⁴⁸⁶ sind nicht zuletzt aufgrund der Komplexität der vermuteten Wirkungszusammenhänge⁴⁸⁷ und der schlechten allgemeinen Datenverfügbarkeit noch weitgehend unerforscht. Der Mangel an hochwertigen empirischen Studien hat dazu geführt, dass viele der unterstellten Effekte auf subjektiven Einschätzungen von Praktiker/innen beruhen und noch keiner ausreichenden empirischen Prüfung unterzogen wurden.⁴⁸⁸ Analog zur zweistufigen Forschungsfrage sollen in diesem Kapitel 3 in einem ersten Schritt die empirischen Ergebnisse zu den allgemeinen Auswirkungen auf PU untersucht werden (Kapitel 3), bevor in einem zweiten Schritt die konkreten Auswirkungen zur Internationalisierung der PU (Kapitel 4) untersucht werden. Die Untersuchung folgt hierbei erkenntnistheoretischen sowie methodischen Gesichtspunkten. Im Zuge einer ersten erkenntnistheoretischen Kategorisierung (Unterkapitel 3.1) wird eine Differenzierung in konfirmatorische und explorative Forschungsbeiträge erarbeitet, welche sodann getrennt in Unterkapitel 3.2 und Unterkapitel 3.3 näher beschrieben wird.

3.1. Unterscheidung nach erkenntnis-theoretischem Ansatz

In einer umfangreichen Literaturanalyse wurden insgesamt 144 Studien identifiziert,⁴⁸⁹ welche explizit, oder als Teil einer Forschungsfrage Auswirkungen auf Ebene des PU betrachten.⁴⁹⁰ Den Studien liegen hierbei –

486 Von der Literaturanalyse explizit ausgeschlossen sind hierbei Studien, welche sich der Wirkung von VC/PE aus einer volkswirtschaftlichen Perspektive nähern. Hierfür seien Leserinnen und Leser auf St-Pierre et al. (2003) S.11 verwiesen, die 242 derartige Studien identifizierten. Eine englischsprachige Literaturanalyse zu PE Impact Studien liefern Wright et al. (2009).

487 vgl. Berg und Gottschalg (2003) S.2.

488 vgl. Kreuter et al. (2006) S.2.

489 Die Literaturanalyse beinhaltet alle Studien vor dem 01.01.2011. Die Ergebnisse späterer Forschungsbeiträge wurden zwar noch in die Arbeit eingearbeitet, konnten aber aus Praktikabilitätsgründen nicht mehr in die Gesamtanalyse einbezogen werden.

490 Die Identifikation erfolgte überwiegend durch Schlagwortsuchen in wissenschaftlichen Datenbanken wie ABI/Inform Global / T&I Pro Quest, SSRN Social Sciences Research Network, EBSCO Business Source Premiere, SSCI Social Sci-

nicht zuletzt aus der in Unterkapitel 2.1 beschriebenen unterschiedlichen Wissenschaftshistorie – unterschiedliche Ansätze und Forschungsschwerpunkte zugrunde, weshalb vor der systematischen Analyse der Ergebnisse eine Kategorisierung der Studien nach erkenntnistheoretischem Ansatz (Unterkapitel 3.1) und nach verwendeter Methodik (Unterkapitel 3.2) vorgenommen werden soll.

Bei der Untersuchung der Auswirkungen von PE-Investoren auf die finanzierten PU lassen sich zwei weitgehend unterschiedliche erkenntnistheoretische Ansätze unterscheiden. Die folgende Abbildung 22 illustriert den wissenschaftsmethodischen Zugang der beiden konträren Forschungslinien:

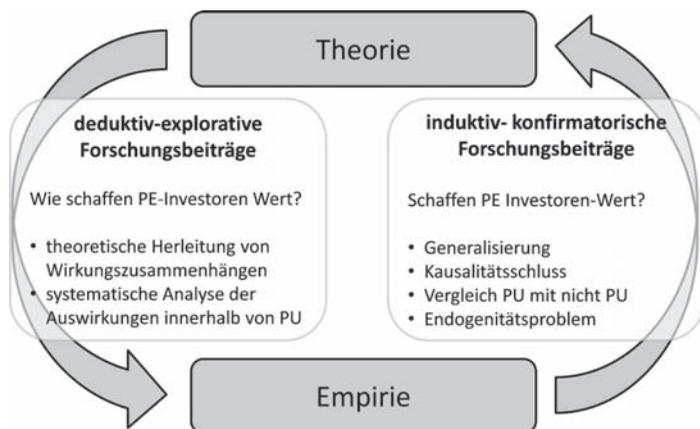


Abbildung 22: Wissenschaftstheoretische Zugänge zur PE Forschung

Quelle: in Anlehnung an Lamnek (1993) S.129 und S.139

Die erste Forschungslinie beinhaltet 36 Studien, in denen im Sinne einer explorativen Forschung versucht wird, die zu Grunde liegenden Wirkungszusammenhänge zu erfassen, zu beschreiben und sinnvoll zu ordnen.⁴⁹¹ Einige dieser Studien greifen hierbei sehr wohl auf quantitative Methoden zurück,⁴⁹² im Vordergrund des Erkenntnisgegenstandes steht

ences Citations Index. Zusätzlich wurden auf den Websites von Branchenverbänden kommerzielle Studien identifiziert und archiviert.

491 vgl. Schülein und Reitze (2002) S.263.

492 Hierbei sind insbesondere strukturentdeckende Verfahren wie Faktoren- und Clusteranalysen sowie Regressionsanalysen innerhalb eines Samples von PU

aber die qualitative Frage, „wie“ PE-Investoren Wert schaffen. Dies steht in diametralem Gegensatz zu konfirmatorischen Studien, deren vorwiegendes Interesse der Frage gilt, „ob bzw. wie viel Wert“ PE-Investoren schaffen. Das Repertoire explorativer Forschungsmethoden ist unbegrenzt und reicht von einfachen *Case Studies* über vorwiegend deskriptive Befragungen bis hin zu komplexen Strukturgleichungsmodellen. Aufgrund der Vielfältigkeit soll auf eine detaillierte Beschreibung der einzelnen Forschungsmethoden im Rahmen dieser Arbeit verzichtet werden.

Gegenüber den konfirmatorischen Studien stellen explorative Studien die Minderheit dar, wie auch Peneder et al. (2006) anmerken:

*„Während die meisten Impactstudien empirische Belege für einen [...] positiven Beitrag bieten, erklären nur wenige davon explizit die vermuteten Wirkungsmechanismen.“*⁴⁹³

In Bezug auf inhaltlicher Breite und praktischer Relevanz leisten die explorativen Studien aber einen verhältnismäßig hohen Beitrag, weshalb auch in der vorliegenden Arbeit sowohl dem konfirmatorischen, als auch dem explorativen Forschungsbedarf Rechnung getragen werden soll und eine Kombination der beiden Forschungsansätze gewählt wird.

Die zweite, weitaus größere Gruppe von Forschungsbeiträgen umfasst 84 Studien mit einem vorwiegend konfirmatorischen Forschungsansatz⁴⁹⁴. Die Studien gehen von der empirischen Feststellung eines im Vergleich zu unterschiedlichen Referenzwerten erhöhten Wachstums PE-finanzierter PU aus, um daraus eine Aussage im Sinne eines kausalen Wirkungszusammenhangs zu treffen.⁴⁹⁵ Hierbei wenden sie vorwie-

ohne einen Vergleich mit nicht PE-finanzierten Unternehmen zu nennen. Backhaus et al. (1994) S.189ff.

493 vgl. Peneder (2006) S.170.

494 Bei 24 Studien war eine eindeutige Zuordnung nicht möglich. Diese Studien beinhalten vorwiegend Beiträge mit rein deskriptiven Fragestellungen, aber auch Studien die beide Elemente aufweisen.

495 Insbesondere in der kommerziellen Auftragsforschung von Interessensgruppen findet sich eine Vielzahl an Beiträgen, die eine Wirkung von PE auf ihre PU nachzuweisen versuchen. Die Mehrzahl dieser Studien basiert auf subjektiven Befragungen der finanzierten PU und wird von nationalen oder supranationalen Interessensvertretungen in regelmäßigen Abständen publiziert. Allen diesen Studien ist, neben ihrer zweifelhaften Objektivität, gemein, dass Sie ein erhöh-

gend quantitative Forschungsmethoden an und versuchen den Unterschied zwischen PE-finanzierten PU und Vergleichsunternehmen mit wert- und mengenmäßigen Indikatoren⁴⁹⁶ zu erfassen und zu quantifizieren.⁴⁹⁷

Im Folgenden sollen diese konfirmatorischen Studien einer strukturierteren Analyse unterzogen werden. Im Anschluss daran wird in Kapitel 3.3 noch kurz auf ausgewählte explorative Beiträge eingegangen.

3.2. Unterscheidung konfirmatorischer Studien nach verwendeter Methodik

Wie in Unterkapitel 2.4 gezeigt, verfügen PE-Investoren in ihrer Rolle als Finanzintermediär über besondere Kompetenzen und Mechanismen (*Due-Diligence*) bei der Identifikation wachstumsstarker Unternehmen.⁴⁹⁸ Diese Selektion hat eines der grundlegenden Probleme der *PE-Impact-Forschung* bzw. der Evaluationsforschung ganz allgemein zur Folge: das Endogenitätsproblem.⁴⁹⁹ Wohl gemerkt tritt dieses nur auf, wenn PU mit einer Zufallsauswahl anderer Unternehmen verglichen werden sollen, um einen signifikanten Unterschied im Sinne eines kausalen Wirkungszusammenhangs nachzuweisen. Das Endogenitätsproblem ist somit auf konfirmatorische Studien begrenzt.

Eine ausführliche Beschreibung des Evaluationsproblems liefern Peneder et al. (2006). Es geht von einer Grundgesamtheit i aus, die je nach Vorhandensein einer bestimmten Eigenschaft, in diesem Fall das Vorliegen eines PE-Investors, in zweierlei Ausprägungsformen unterteilt ($D=1$; $D=0$) werden kann. Jegliche Leistungskennzahl (Y^i) kann als Funktion von strukturellen Bestimmungsfaktoren (X^i) sowie unabhängigen, zufallsverteilten, idiosynkratischen Abweichungen (U^i) dargestellt werden.

tes Wachstum von PE-finanzierten PU attestieren. Siehe bspw. EVCA (2002a), Price Waterhouse Coopers (2005), Achleitner und Klöckner (2005), Kienbaum Consulting (2006), BVCA (2007), A.T. Kearney (2007), Ithmar Capital (2007), AFIC (2008a), CMBOR (2008), und Pellón (2009).

496 vgl. Bachmann (2009) S.90.

497 vgl. Schüle in und Reitze (2002) S.263.

498 Zu den Investitionskriterien und dem Deal-Flow Screening siehe beispielsweise MacMillan et al. (1985), MacMillan et al. (1987), Hall und Hofer (1993).

499 Peneder et al. (2006) S.19f.

Für jedes untersuchte Unternehmen sind nunmehr je nach Ausprägungsform zweierlei Leistungsfunktionen denkbar⁵⁰⁰:

$$Y_0 = \mu_0(X) + U_0 = E(Y_0|X) + U_0 \quad (5)$$

$$Y_1 = \mu_1(X) + U_1 = (Y_1|X) + U_1 \quad (6)$$

Unter der Annahme, der bedingten Unabhängigkeit $(Y_0 \perp D)|X$ ergibt sich der *Impact* des PE-Investors aus der Differenz der beiden Zustände $(\Delta=Y_1-Y_0)$. Dies würde bedeuten, dass alle systematischen Einflussgrößen in der Strukturvariablen X enthalten sind und die Differenz der idiosynkratischen Abweichungen gleich null ist $(U_1-U_0=0)$. Wird die Annahme der bedingten Unabhängigkeit nicht erfüllt, korreliert D mit U und der *Impact* (α) ist durch einen zusätzlichen Selektionseffekt s $(\alpha=\delta Y/\delta D - s)$ verzerrt.⁵⁰¹ Durch die selektive Auswahl wachstumsstarker PU stellt der empirische Nachweis einer überdurchschnittlichen Wachstumsrate von PU alleine daher noch keinen ausreichenden Beleg für einen Wertbeitrag des PE-Investors dar.⁵⁰² Es kann noch kein kausaler Wirkungszusammenhang nachgewiesen werden, da die Beobachtung durch die unbeobachtbare Selektion zustande gekommen sein kann. Um diese Selektionseffekte zu isolieren, wenden konfirmatorische *Impact*studien unterschiedliche methodische Zugänge an:⁵⁰³

- statistische Kontrolle aller Endogenität verursachenden Variablen
- gezielte Auswahl einer ähnlichen Vergleichsstichprobe (Quasi-experimentelle *Matching* oder retrospektive *Case-Control Studies*)⁵⁰⁴
- Zuhilfenahme subjektiver Wirkungsmaße

500 Peneder et al. (2006) S.20.

501 vgl. Peneder et al. (2006) S.20.

502 Diese Vernachlässigung der Endogenität ist insbesondere bei kommerziellen Studien zu finden, in denen in der Regel ein aggregiertes gesamtwirtschaftliches Vergleichsmaß zur Anwendung kommt. So vergleicht die BVCA das Wachstum der PE-finanzierten Unternehmen mit den Daten der FTSE 100 Unternehmen und jene der VC-finanzierten Unternehmen mit der FTSE Mid 250. Vgl. BVCA (2006).

503 Im Zentrum der Problematik steht aber immer die Frage nach dem richtigen bzw. richtigsten heranzuziehenden Vergleichswert.

504 vgl. Geneletti et al. (2009) S.17. Streng genommen handelt es sich eher um vor-experimentelle Designs, zumal kein Treatment im Sinne einer aktiven Beeinflussung der Realität erfolgen kann. Vgl. Schülein und Reitze (2002) S.72 und Garey (2004) S.3. Es ist daher keine zweifelsfreie Kontrolle von Störeinflüssen möglich. Vgl. Peneder et al. (2006) S.19 und Albers (2007) S.20.

Andere, insbesondere kommerzielle Auftragsstudien, verzichten in ihren *Impact*-Studien gänzlich auf eine Endogenitätskontrolle.

Im Folgenden soll kurz auf die unterschiedlichen Ansätze zur Endogenitätskontrolle eingegangen werden. Bei dieser Gelegenheit soll gleichzeitig auf die Ergebnisse bisher durchgeführter Untersuchungen zu PE eingegangen werden.

3.2.1. Ergebnisse von *Impact*-Studien mit statistischer Kontrolle der Endogenität

Die statistisch valideste Form der Endogenitätskontrolle ist die statistische Berücksichtigung aller endogen verteilten Variablen in dem untersuchten Modell. Im konkreten Fall der PE-Finanzierung resultiert die Endogenität, wie bereits erwähnt, aus der Selektion des Investors,⁵⁰⁵ wodurch eine umfassende Kontrolle alle diese Entscheidungskriterien⁵⁰⁶ berücksichtigen müsste, was angesichts der Komplexität der Entscheidung nur bedingt möglich erscheint. Um valide Ergebnisse zu erzielen, müsste das statistische Modell den gesamten *Due Diligence*-Prozess des PE-Investors messbar machen und berücksichtigen. Risikokapitalgeber wenden aber hierbei Entscheidungskriterien an, die in vielen Fällen nicht oder nur schwer operationalisierbar sind. Viele dieser Variablen, wie beispielsweise „*persönlicher Fit zwischen Unternehmen und Kapitalgeber*“ oder der „*Innovationsgrad des Produktes*“⁵⁰⁷ sind nur bedingt in einem groß angelegten statistischen Modell einsetzbar. Besonders aussichtslos erscheint es, die Investitionsentscheidung des Risikokapitalgebers sinnvoll und objektiv nachzuvollziehen, wenn man bedenkt, dass diese auch von den beteiligten Akteuren nicht in vollkommenem Ausmaß verstanden wird⁵⁰⁸ und in entscheidendem Maße von Zufall beeinflusst wird.⁵⁰⁹ Entsprechend der Komplexität einer derartigen statistischen Kontrolle

505 Wie bereits erwähnt, darf nicht vergessen werden, dass auch seitens des PU eine gewisse Selektion vorgenommen wird, zumal nicht alle wachstumsstraken Unternehmen bereit sind, einen Finanzinvestor an Bord zu holen. Vgl. Bertoni et al. (2010) S.3.

506 Zu den Investitionskriterien siehe auch Unterkapitel 2.4.1.1.5. In der epidemiologischen Forschung werden derartige Endogenität verursachende Variablen auch „*bias breaking variables*“ genannt. Geneletti et al. (2009) S.17.

507 vgl. Brettel (2001) S.308.

508 vgl. Zacharakis und Meyer (1998) S.72.

509 vgl. Gompers et al. (2006) S.2.

der Endogenität konnten nur 22 Beiträge identifiziert werden, die einen derartigen Zugang wählen. Eine Reihe von Studien nähert sich der Fragestellung auf volkswirtschaftlicher Ebene.⁵¹⁰ Demgegenüber stehen Studien mit ausreichend großen Datensätzen, die sich auf Ebene des Unternehmens der Frage nach dem PE-spezifischen *Impact* nähern.

Zu nennen ist hierbei vor allem die methodisch sehr aufwendige Studie von Harris et al. (2005), welche sich Daten auf Ebene einzelner Betriebsstätten bedient und somit einem *Sample* von 35.752 Betriebsstätten nachweist, dass MBO-Unternehmen eine signifikante Steigerung der *Total Factor Productivity* von 70% aufweisen.⁵¹¹ Zu PE-Beteiligungen i.e.S. bestehen nur die Untersuchungen von Amess und Wright (2007b), die PE-Investoren als *Dummy-Variable* in ihrer Untersuchung berücksichtigen, aber keinen signifikanten Einfluss auf die Entwicklung der Beschäftigung finden. Lerner et al. (2008) erkennen einen positiven Einfluss auf die Innovationsleistung PE-finanzierter Unternehmen. Amess (2003) stellt fest, dass *Buyout*-Unternehmen sowohl vor, als auch in den vier Jahren nach dem *Buyout* eine signifikant höhere Effizienz und bessere Performance aufweisen.⁵¹² Leslie und Oyer (2008) finden allerdings keine Hinweise darauf, dass PE-finanzierte Unternehmen ihren Vergleichsunternehmen in Bezug auf operative Effizienz und Wirtschaftlichkeit überlegen sind.⁵¹³ Kaplan (1989b) untersucht die Beschäftigungsentwicklung von MBOs und findet ein um 12% geringeres Wachstum gegenüber Unternehmen in derselben Branche.

Die bisherigen Versuche, die Auswirkungen von PE-Investoren kontrolliert zu messen, haben keinesfalls einheitliche Ergebnisse gebracht und

510 Kortum und Lerner (1998), Tykvová (2000b) und Lerner et al. (2008) untersuchen beispielsweise die Auswirkungen von PE auf die Innovationsleistung und Belke et al. (2003) sowie Bernstein et al. (2009) untersuchen die Auswirkungen auf die Beschäftigung einer Branche.

511 Allerdings ist anzumerken, dass die Studie die Entwicklung zwischen 1994 und 1998 untersucht, was angesichts der starken Veränderung der PE-Branche in den letzten Jahren keine uneingeschränkte Übertragbarkeit auf die aktuelle Situation erlaubt.

512 vgl. Amess (2003) S.42. Zu ähnlichen Ergebnissen kommt auch Bull (1989) S.277f.

513 Leslie und Oyer (2008) untersuchen ausschließlich sogenannte Mega Buyouts wodurch ein Bias entstehen könnte. Außerdem scheint durch die Beschränkung auf PE-Beteiligungen, welche in weiterer Folge einen Börsengang vollzogen, die Gefahr eines systematischen Bias gegeben.

werfen in vielen Fällen schwere methodische Zweifel auf. Abbildung 23 fasst die spärlichen und sehr unterschiedlichen Befunde dieser Studien zusammen.

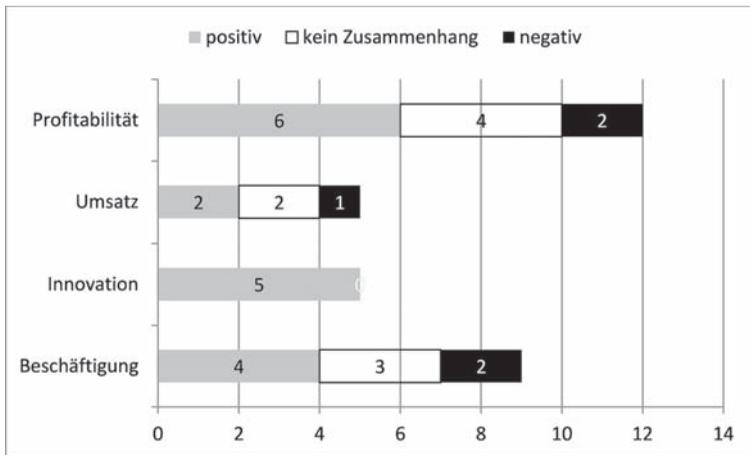


Abbildung 23: Ergebnisse PE-Impact-Studien mit statistischer Kontrolle der Endogenität

Nicht zuletzt aufgrund der hohen Anforderungen an die Daten greift ein Großteil der Forscher/innen zu *Matched Sample*-Untersuchungsdesigns.⁵¹⁴

3.2.2. Ergebnisse von *Matched Sample*-Studien (Case-control Studies)

In 40 Beiträgen mit *Matched Sample-Design* wird versucht, mittels statistischer *Matching-Verfahren*⁵¹⁵ aus einem Pool nicht PE/VC-finanzierter Unternehmen⁵¹⁶ eine möglichst ähnliche Kontrollgruppe zu identifizieren, um dann deren Entwicklung mit jener der PE-finanzierten Unternehmen

514 Matched Sample-Studien haben ihren Ursprung in der experimentellen epidemiologischen Forschung. Vgl. Garey (2004) S.2.

515 Zur Zuordnung der Vergleichsunternehmen werden insbesondere Probit-Schätzungen (Peneder et al. (2006) S.21f), aber auch einfachere nicht wahrscheinlichkeitsbasierte Frequency-Matchingalgorithmen wie beispielsweise in Guo et al. (2007) S.14 verwendet. Vgl. Garey (2004) S.3.

516 Beispiele dieser Pools sind etwa die U.S. Census Longitudinal Database (Davis et al. (2008)), die Kreditschutzverband Unternehmensdatenbank (Peneder et al. (2006) S.43), sowie die CREDITREFORM Unternehmensdatenbank (Engel (2001) S.7).

zu kontrastieren. Die Zuordnung erfolgt nicht randomisiert und retrospektiv, weshalb nicht von einem experimentellen Untersuchungsdesign, sondern eher von einer retrospektiven *Case-Control-Studie* im epidemiologischen Sinne gesprochen werden kann.⁵¹⁷ *Matched Sample-Ansätze* sind insbesondere dann zu empfehlen, wenn ein Sachverhalt untersucht wird, bei dem eine große Anzahl an möglichen Störvariablen vermutet wird, die geringe absolute Rücklaufquote bzw. Datenverfügbarkeit aber eine statistische Kontrolle mittels Regressionsmodellen nicht erlaubt.⁵¹⁸ Ein *Matched Sample-Design* ermöglicht somit eine höhere Effizienz hinsichtlich der notwendigen Daten.⁵¹⁹

Einige wenige Studien lehnen sich an eventanalytischen Designs an und streben einen Vorher-Nachher-Vergleich an⁵²⁰. Hierbei wird die Entwicklung des Unternehmens vor Einstieg des PE-Investors auf Basis seiner historischen Entwicklung vor Einstieg des Investors fortgeschrieben, um so eine fiktive Kontrollgruppe zu schaffen. Die Entwicklung dieser Unternehmen wird dann mit jener der Untersuchungsgruppe kontrastiert und auf signifikante Unterschiede untersucht. Darüber hinaus ergänzen einige Autoren den *Matching-Ansatz* mit der eben beschriebenen statistischen Kontrolle der Endogenität durch die Anwendung zweistufiger *Heckman-Verfahren*.⁵²¹ Trotz ihrer zunehmenden Komplexität weisen

517 vgl. Geneletti et al. (2009) S.17.

518 vgl. Bland und Altman (1994) S.1128. Zu den Vor- und Nachteilen von Matched Sample-Studien siehe auch Garey (2004) S.3ff.

519 Es ist jedoch ein gängiges Missverständnis, dass Matched Sample-Studien die Validität der Ergebnisse erhöhen. Vgl. Garey (2004) S.6.

520 Die klassische Methodik der Event-Analyse entstammt der Finanzmarkt-Ökonometrie und ist von den in der PE Forschung vorherrschenden Beiträgen abzugrenzen. Gemeinsam ist den Ansätzen aber die Verwendung historischer Daten („*estimation window*“) zur Beurteilung eines Impacts nach einem definierten Ereignis („*event window*“). Davis et al. (2008) S.49 wenden beispielsweise eine eventanalytische Vorgehensweise in Verbindung mit einem Matching-Verfahren an.

521 James Heckman erhielt im Jahr 2000 unter anderem für seine Arbeiten zur Selektionsproblematik den Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften. Zur zweistufigen Heckman-Korrektur siehe auch Heckman (1979), Heckman et al. (1998), Heckman et al. (1999). Wichtige Beiträge in der PE-Literatur, die das Verfahren anwenden, sind beispielsweise Burgel et al. (2000), Engel (2001), Hellmann und Puri (2002b), Hochberg (2003), Baum und Silverman (2004), Peneder et al. (2006), Cressy et al. (2007b), Strömberg (2008) und Lockett et al. (2008).

Matched Sample-Designs im Rahmen der PE-Forschung immer noch Schwächen auf.

Allen methodischen Problemen voran steht die Unmöglichkeit einer perfekt identen Kontrollgruppe. Zum einen ist es utopisch anzunehmen, für jedes PU ein identes Zwillingsunternehmen identifizieren zu können. Ebenso unmöglich ist es, alle relevanten Investitionskriterien⁵²² und Aspekte in das statistische *Matching*-Verfahren einzubeziehen, die eine ausreichende Gleichheit der Unternehmen garantieren, sodass die Investitionsentscheidung des Investors glaubwürdig nachempfunden werden kann. Hierbei bestehen die gleichen messpraktischen Probleme⁵²³ wie bei der statistischen Kontrolle dieser Faktoren, nur dass die zahlreichen, schwer operationalisierbaren Variablen nunmehr nicht nur für die untersuchten PU verfügbar sein müssen, sondern auch für einen ausreichend großen Pool an möglichen *Matches*, aus denen in weiterer Folge mit *Nearest-Neighbour*-Verfahren⁵²⁴ ein statistisch ähnliches Vergleichsunternehmen identifiziert werden soll. Aber auch für den Fall, dass ein ausreichend fundiertes *Matching*-Verfahren umgesetzt werden kann, verbleibt eine Restendogenität. In methodisch fundierten Studien wird diese durch die Anwendung zweistufiger *Heckman*-Verfahren in der Analyse berücksichtigt.⁵²⁵

Zu guter Letzt ist es im Rahmen der *Impact*-Studien nur bedingt möglich, idiosynkratische Schocks auszublenden. Kritiker argumentieren, dass Investoren hierbei vor allem Unternehmen suchen, die einem außerordentlichen negativen idiosynkratischen Schock ausgesetzt waren, der sich negativ auf die Bewertung des Unternehmens auswirkt. Der Investor macht sich die natürliche Tendenz der Mittelwertrückkehr temporär

522 Hierbei muss abermals auf die Möglichkeit einer umgekehrten Selektion hingewiesen werden. Es besteht beispielsweise die Gefahr, dass die als Kontrollgruppe identifizierten Unternehmen unter Umständen nicht zufällig auf eine Finanzierung durch PE verzichten, sondern ein Charakteristikum teilen, welches diesen Umstand begründet und welches nicht im Matchingverfahren abgebildet wird.

523 vgl. Bachmann (2009) S.93.

524 vgl. Engel und Keilbach (2002) S.12.

525 Die von Heckman begründeten Verfahren zur Endogenitätskontrolle werden auch als endogenous treatment-Methoden bezeichnet. Vgl. Bertoni et al. (2010) S.6.

unterbewerteter Unternehmen zu Nutzen,⁵²⁶ ohne aber selbst zur verhältnismäßigen Verbesserung des Unternehmens beizutragen.⁵²⁷ Um dieser Tatsache Rechnung zu tragen, müssten idiosynkratische Schocks in die statistische Analyse eingebunden werden. Abbildung 24 zeigt eine aggregierte Auswertung der Ergebnisse nach Art des Befundes und der untersuchten Wirkungsvariable. In Bezug auf Beschäftigung, Umsatz und Rentabilität attestiert die Mehrzahl der Studien positive Auswirkungen von PE-Investoren.⁵²⁸ Zur Innovationsleistung sind die Befunde gemischt. Außerdem ist die Anzahl der *Matched Samples*, die derartige Aspekte mit einbeziehen, nicht ausreichend, um eine eindeutige Aussage zu treffen.

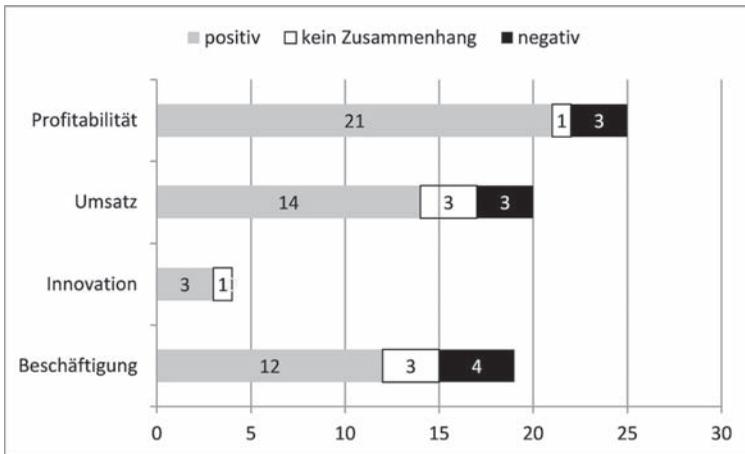


Abbildung 24: Ergebnisse PE-Matched Sample Impact-Studien

Hervorzuheben unter den *Matched Sample*-Studien zur Beschäftigungswirkung sind aufgrund ihrer methodischen Vorgehensweise vor allem

526 In der englischsprachigen Forschung zu PE wird dieser Einwand auch als „*Mean Reversion Argument*“ bezeichnet. Vgl. Acharya et al. (2009a) S.7.

527 Acharya et al. (2009a) S.7 unterstreichen auch die Möglichkeit der Antizipation eines positiven idiosynkratischen Schocks. Der gemessene Impact wäre auch in diesem Fall auf externe Einflüsse zurückzuführen und nicht durch den Beteiligungskapitalgeber initiiert.

528 Bezieht man nur jene Studien mit ein, die sich explizit auf Spätphasenfinanzierungen konzentrieren, so verändert sich der Anteil der positiven Befunde auf 50%.

Amess et al. (2008) und Cressy et al. (2007b), die alle entweder keinen eindeutigen Zusammenhang, sehr gemischte Ergebnisse für unterschiedliche Investoren, oder sogar einen negativen Beschäftigungseffekt finden. Davis et al. (2008) weisen in einer sehr umfangreichen eventanalytischen *Matched Sample*-Studie auf anfänglich signifikant negative Wachstumseffekte auf die Beschäftigung in *Buyouts* hin. Davis et al. (2008) finden in späteren Jahren der Beteiligung und in neu gegründeten Niederlassungen aber auch signifikant höhere Beschäftigungswachstumsraten, welche sie zu dem Urteil verleiten, *Management Buyouts* als einen Prozess der kreativen Zerstörung im Schumpeter'schen Sinne zu beschreiben.⁵²⁹ Lichtenberg und Siegel (1990) gehen einen Schritt weiter und differenzieren zwischen Arbeitern in der Produktion und Angestellten. In ihrer Studie finden sie einen signifikanten Rückgang der absoluten Anzahl und der Höhe der Gehälter von Angestellten, während bei Arbeitern in der Produktion keine signifikanten Veränderungen auftreten.⁵³⁰

Die inhaltlich wohl umfangreichste *Matched Sample*-Studie stammt von Peneder et al. (2006) und untersucht den österreichischen PE-Markt. In dieser methodisch sehr aufwendigen Studie mit einem einzigartigen Datensatz können die Autoren eine 70-prozentige Steigerung des Umsatzwachstums und eine 50-prozentige Steigerung der Beschäftigung auf den Einstieg eines PE-Investors zurückführen.⁵³¹

In Abbildung 25 wird der Versuch gemacht, ein umfangreiches Bild über die Ergebnisse von *Matched Sample*-Studien zu liefern. Es wurden alle Studien in die Darstellung einbezogen, die numerische Angaben über eine Wachstumsdifferenz zwischen PE-finanzierten Unternehmen und den für die Analyse verwendeten Vergleichsgruppen machen.⁵³² Hierbei sind kommerzielle Studien überrepräsentiert, da diese eine stark standardisierte Vorgehensweise und Methodik aufweisen, und ihr vorwie-

529 vgl. Davis et al. (2008) S.1.

530 vgl. Lichtenberg und Siegel (1990) S.185.

531 vgl. Peneder et al. (2006) S.8. Das Ergebnis beinhaltet bereits eine Korrektur um die Selektion des PE-Investors, weshalb die Autoren von einem „Impact-Faktor“ des Investors sprechen.

532 Bei der Erstellung der Tabelle müssten die Angaben in mehreren Fällen Umrechnungen bspw. von durchschnittlichen Wachstumsraten auf eine CAGR Basis vorgenommen werden, um ein Minimum an Vergleichbarkeit zu ermöglichen.

gendes Interesse – im Gegensatz zu ihren akademischen Pendanten – meist eben dieser quantifizierbaren publikumswirksamen Wachstumsdifferenz gilt. Die Mehrheit der akademischen Beiträge wendet hingegen eine weitaus komplexere Methodik an und lässt sich in den seltensten Fällen zu normativen kontrastierenden Vergleichen verleiten.⁵³³ Soweit möglich wurde in der Darstellung auch versucht, eine Differenzierung einzelner Finanzierungsanlässe bzw. Finanzierungsphasen (durch unterschiedliche Grautöne gekennzeichnet) zu berücksichtigen, weshalb einzelne Studien mehrmals mit unterschiedlichen Ergebnissen für unterschiedliche Untersuchungsgruppen⁵³⁴ einfließen. Innerhalb der Finanzierungsphasen sind die Studien chronologisch nach ihrem Erscheinungsdatum geordnet.

Das in den Studien attestierte Wachstumsdifferential variiert stark zwischen einem um 4% geringeren jährlichen Wachstum von PE-finanzierten Unternehmen in Pellón et al. (2005) bis hin zu einem Wachstumsvorsprung von 16,4% in Pellón und Sala (2010) in einer Folgestudie⁵³⁵. Grund hierfür sind abweichende Definitionen der Untersuchungsgruppe, abweichende *Matching*-Algorithmen bzw. -kriterien, unterschiedliche Betrachtungszeiträume und unterschiedliche regionale Untersuchungsrahmen.⁵³⁶

533 Dem Vorbild dieser kritisch rationalistischen Denkweise entsprechend sollten bei der Interpretation der folgenden Abbildungen 25 und 26 die Ergebnisse (trotz der standardisierten Darstellungsweise) nicht als inkrementelle Befunde gleichartiger und gleichwertiger Studien interpretiert werden, die in Summe einen Wirkungsnachweis liefern. Aufgrund der Unterschiedlichkeit der Studien sind deren Ergebnisse isoliert betrachtet und können sich weder widersprechen noch inkrementell bestätigen. Aus der Summe der Ergebnisse können jedoch sehr wohl tendenzielle Aussagen getroffen werden, deren Bestätigung einer späteren empirischen Detailprüfung vorbehalten ist.

534 In der Abbildung wurde in Studien zu PE i.w.S. und PE i.e.S. unterschieden. Wenn explizit angegeben, wurde innerhalb der Spätphasenfinanzierungen (PE i.e.S.) außerdem zwischen Studien zur Expansionsfinanzierung (PE(expans.)) und Buyout-Finanzierungen (PE(Buyout)) unterschieden.

535 vgl. Pellón et al. (2005) S.19 und Pellón und Sala (2010) S.12.

536 Auch hinsichtlich der Qualität und Objektivität sind die Studien keineswegs gleichwertig.

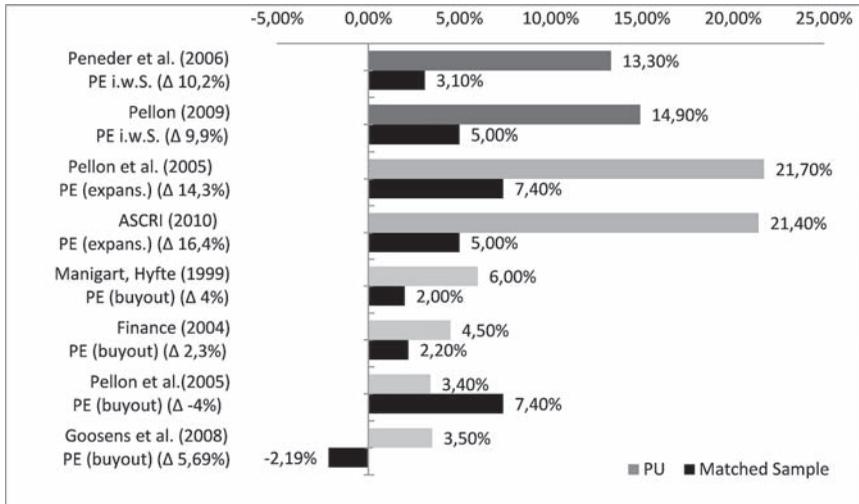


Abbildung 25: PE-Matched Sample-Studien zu Beschäftigungswachstum

Wenngleich eine direkte Vergleichbarkeit zwischen den Studien keinesfalls gegeben ist, so können dreierlei vorsichtige Beobachtungen gemacht werden.

- Studien, die einen Fokus auf *Buyout*-Finanzierungen haben, weisen in der Regel einen geringeren Wachstumsvorsprung für PE-finanzierte Unternehmen aus als Expansionsfinanzierungen.⁵³⁷
- In seiner Gesamtheit sprechen die bisherigen Ergebnisse für einen Wachstumsvorsprung PE-finanzierter Unternehmen in Bezug auf Beschäftigung.⁵³⁸

537 Im Mittel weisen die Studien einen Wachstumsvorsprung PE-finanzierter Unternehmen von 2,012 % p.a. Die beiden Studien zur Expansionsfinanzierung attestieren sogar ein um 15,55% p.a. höheres Beschäftigungswachstum und jene beiden Studien, die nicht zwischen VC und PE differenzieren, von 10,05% p.a. höheres Beschäftigungswachstum. Es muss aber eindringlich davor gewarnt werden, diesen Mittelwert als Grundlage für Interpretationen oder gar als einen Beleg für einen Wachstumsvorsprung zu sehen, da die Mittelwertbildung über methodisch vollkommen unterschiedliche Studien absolut nicht zulässig ist.

538 Bei diesem Befund muss ebenso eine Einschränkung hinsichtlich der Kausalitätsannahme getroffen werden, zumal auch bei Matching-Studien ein erhebliches Ausmaß an Restendogenität verbleibt.

- Eine Wirkungsanalyse von PE muss Unterschiede zwischen Finanzierungsphasen und Anlässen berücksichtigen und kann nicht undifferenziert über die Gesamtheit der PE-Investoren i.w.S. erfolgen.⁵³⁹

Betrachtet man Studien zur Umsatzentwicklung als zweite Kennzahl des Unternehmenswachstums, so ergibt sich das in Abbildung 26 dargestellte Gesamtbild. *Buyout*-Studien liefern ein noch widersprüchlicheres und uneinheitlicheres Bild der Auswirkungen von PE-Investoren. Drei von sechs Studien messen ein geringeres Wachstum PE-finanzierter *Buyouts* im Vergleich zu (jeweils unterschiedlich spezifizierten) *Matched Samples*. Betrachtet man diese *Buyout*-Studien im Detail, so zeigt sich eine starke Heterogenität in Bezug auf ihre methodischen Ansätze und *Matching*-Spezifikationen, welche unter Umständen für derartig abweichende Ergebnisse verantwortlich sein könnte.⁵⁴⁰ Eine eindeutige Wirkungsbeziehung kann aber ebenso wenig aus den Ergebnissen abgelesen werden wie eine Erklärung für die stark divergierenden Befunde.

Die Ergebnisse zur Expansionsfinanzierung sind abermals positiv und liegen über einem Wachstumsdifferential von 10% p.a. Allerdings sind beide Studien kommerzieller Natur und die methodischen Ausführungen sind nicht ausführlich genug, um die Qualität des *Matchings* beurteilen zu können.⁵⁴¹

539 Unterstützung für diese Einschätzung liefert auch der Vergleich mit den Ergebnissen von Studien, die sich ausschließlich auf VC beschränken. Diese Frühphasenfinanzierungen weisen in Bezug auf Beschäftigungswachstum weitaus höhere Wachstumsraten auf.

540 Goossens et al. (2008) verwenden beispielsweise ein Sample von belgischen MBOs und untersuchen den Unterschied zwischen PE-finanzierten und nicht PE-finanzierten Transaktionen. Singh (1990) und Bruton et al. (2002) untersuchen ein Sample US-, amerikanischer Reverse-Buyouts, die später einen abermaligen IPO vollzogen und Loos (2006) verwendet als Vergleichsunternehmen ausschließlich kotierte Unternehmen.

541 Pellón et al. (2005) S.7 gewichtet beispielsweise die Wachstumsraten nach Unternehmensgröße, wodurch große later-stage-Buyouts innerhalb des Samples mehr Gewicht erhalten.

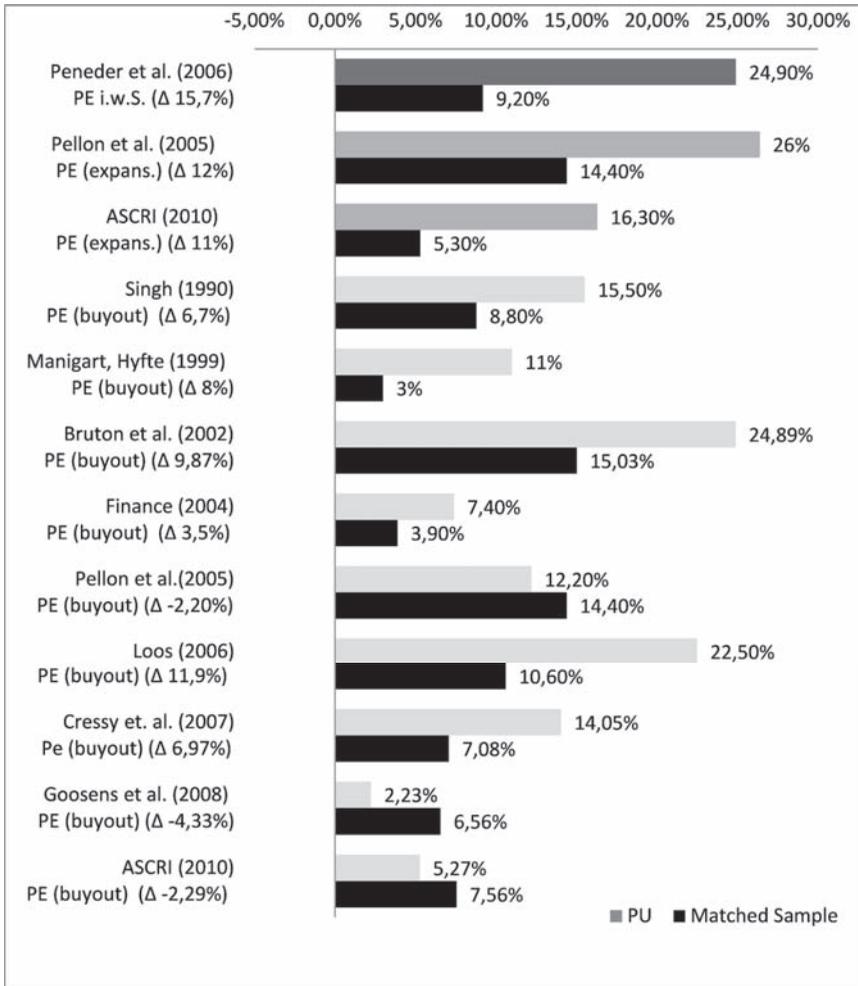


Abbildung 26: PE-Matched Sample-Studien zu Umsatzwachstum

Peneder et al. (2006) ermitteln in ihrer Referenzstudie nach unterschiedlichen Spezifikationen einen Wachstumsvorsprung PE-finanzierter Unternehmen von 15,7% p.a.⁵⁴² Allerdings ziehen Peneder et al. (2006) in ihrer Studie PE i.e.S. – also Frühphasen- und Spätphasenfinanzierungen – als Untersuchungsrahmen heran, wodurch das Ergebnis möglicherweise durch VC-Unternehmen positiv verzerrt ist.

Die Ergebnisse von *Matching*-Studien sind weitaus differenzierter als jene kommerzieller Studien und weisen in der Regel keinen⁵⁴³ oder einen weitaus geringeren Wachstumsimpuls für die PE-finanzierten Unternehmen aus. In Summe liefern aber auch die zahlenmäßig überwiegenen *Matching*-Studien ein positives Bild der Auswirkungen von PE-Investoren auf die unterschiedlichen Performancekennzahlen. Zusammenfassend gilt, dass zwar die Mehrzahl der *Matched Sample*-Analysen eine positive Wirkung von PE-Investoren auf Umsatz, Beschäftigung und Rentabilität unterstellen, angesichts der verbleibenden Restendogenität aber noch kein eindeutiger Kausalitätsschluss getroffen werden kann. Zudem deuten fundierte Studien auf ein regional, branchenmäßig und investorenmäßig differenzierteres Bild hin.⁵⁴⁴

Angesichts der inhärenten methodischen Probleme von *Matched Sample*-Studien greifen viele Forscher/innen auf die Verwendung subjektiver Wirkungsmaße zurück und befragen die finanzierten PU nach dem subjektiv erlebten Wirkungsbeitrag. Diese Studien sollen im folgenden Unterkapitel 3.2.3 präsentiert werden.

3.2.3. Ergebnisse subjektiver *Impact*-Studien

Subjektive Wirkungsanalysen setzen an den im PU wahrgenommenen Auswirkungen an. Genau genommen wird hierbei eine hypothetische

542 Durch die Berücksichtigung der Endogenität verringert sich die absolute Wachstumsdifferenz auf 10,4% p.a. Vergleichsunternehmen wachsen um nur 6% nach Berücksichtigung der Endogenität, was einem Netto-Impact-Faktor von 70% entspricht. Vgl. Peneder et al. (2006) S.43.

543 Manigart und Van Hyfte (1999) können in ihrer Studie belgischer Unternehmen nur einen positiven Einfluss auf die Anlagegüter sowie den Cash-Flow feststellen, während Umsatz, Beschäftigung und Wirtschaftlichkeit keine signifikanten Unterschiede zu nicht-PE/VC-finanzierten Unternehmen aufweisen.

544 Derartige regional differenzierte Befunde finden sich beispielsweise in Black und Gilson (1998) S.274, Engel (2001), Munari et al. (2006), Bernstein et al. (2009), Bruton et al. (2010) sowie Cumming und Walz (2010) S.20.

Kontrollgruppe im Sinne von „*was wäre, wenn kein PE-Investor am PU beteiligt wäre*“ verwendet. Die Analyse bedient sich also personenbezogener Einschätzungen und Wertungen.⁵⁴⁵

Diese Vorgehensweise entspricht zwar nicht dem Ideal einer objektiven Forschung, hat aber den Vorteil, dass die Befragten die endogenen Wirkungsbeiträge des Investors besser von exogenen Einflussfaktoren, insbesondere idiosynkratischen Schocks, isolieren können. Zudem werden bei der Verwendung von subjektiven Wirkungsmaßen kontextuelle Varianzen (Erfahrungen, Ressourcen, Wissen, Motivation) durch die Befragten einbezogen.⁵⁴⁶ Fried et al. (1998) argumentieren, dass insbesondere bei jungen Wachstumsunternehmen Finanzkennzahlen nicht immer die strategische Positionierung und die Wettbewerbsfähigkeit des Unternehmens abbilden⁵⁴⁷.

Das subjektive Wirkungsmaß bildet somit einen „*größeren inhaltlichen Leistungsbereich ab*“⁵⁴⁸ und erlaubt insbesondere bei komplexen Wirkungszusammenhängen einen valideren Kausalitätsschluss. Außerdem ermöglicht die Verwendung von subjektiven Messgrößen die Operationalisierung multidimensionaler, nicht vorwiegend wirtschaftlicher Erfolgskonstrukte.⁵⁴⁹

Auch Lockett et al. (2008) teilen diese Einschätzung und attestieren:

„...measuring does not accurately represent the interaction between the VC firm and the investee. ...actually asking the investee firm what assistance they received ... is a potential solution to this problem“⁵⁵⁰

Dem größeren inhaltlichen Leistungsbereich subjektiver Wirkungsmaße steht eine Reihe methodischer und konzeptioneller Probleme gegenüber. Offensichtlichster Nachteil subjektiver Wirkungsmaße ist die „*Selektivität*

545 vgl. Bachmann (2009) S.91. Diese Personenbezogenheit und die Individualität der Präferenzen macht deutlich, warum auf Basis subjektiver Wirkungsstudien keine normativen Aussagen getroffen werden sollten.

546 vgl. Bachmann (2009) S.94 spricht von differenzieller Sensitivität, die dazu führt, dass durch die subjektive Einschätzung Anteile von systemischer Varianz erhalten bleiben, die bei einer objektiven Messung ausgeblendet werden.

547 vgl. Fried et al. (1998) S.499.

548 Bachmann (2009) S.97.

549 vgl. Dess und Robinson (1984) S.271.

550 Lockett et al. (2008) S.47.

und Verzerrung durch die menschliche Wahrnehmung“.⁵⁵¹ Studien aus der Erfolgs- und Verhaltensforschung haben gezeigt, dass subjektive Einschätzung nicht immer mit objektiven Daten übereinstimmen muss.⁵⁵² Als Ursachen hierfür nennt Bachmann (2009) positive Illusionen, das Streben nach kognitiver Konsistenz, positive Selbst-Attributionen oder Projektionen. Es ist daher überaus problematisch, eine implizite Äquivalenzannahme zwischen subjektiven und objektiven Wirkungskriterien zu treffen⁵⁵³. Jeder der zwei gängigen methodischen Ansätze hat Vor- und Nachteile, die in Tabelle 10 noch einmal zusammenfassend dargestellt sind.

| Vorteile subjektive Wirkungsmaße | Vorteile objektive Wirkungsmaße |
|--|--|
| maßgeschneiderte Daten | Methodenverzerrungen |
| größerer inhaltlicher Leistungsbereich | geringere Verzerrung durch menschliche Wahrnehmung (Respondent-Bias) |
| weniger konzeptionelle Substitute | leichtere Replikation der Studie |
| Qualität der Primärdaten kann beurteilt werden | weniger Erhebungsaufwand |
| größere Offenlegungsbereitschaft | absolute Erfolgsmaße |
| größere Vergleichbarkeit | |
| Berücksichtigung mehrerer Erfolgskriterien (nicht ökonomische Faktoren) relativ zu Wettbewerbern | |

Tabelle 10: Vorteile subjektiver und objektiver Wirkungsmaße

Quelle: in Anlehnung an Bachmann (2009) S.94ff.

Im Zentrum der Entscheidung für eine der beiden methodischen Ansätze steht die Abwägung zwischen inhaltlichem Leistungsbereich⁵⁵⁴ und dem Ideal einer objektiven Forschung.⁵⁵⁵ Während subjektive Designs

551 Bachmann (2009) S.97.

552 Studien zum Vergleich beider Testmethoden liefern sehr inkonsistente Befunde. Vgl. Bachmann (2009) S.91. Zu nennen wären beispielsweise Dess und Robinson (1984) S.271, Woodside und Wilson (2002) und Mezas und Starbuck (2003), die eine hohe Korrelation zwischen subjektiven und objektiven Erfolgsmaßen finden.

553 Für die vorliegende Arbeit bedeutet dies, dass der subjektive Impact vom objektiven Impact nicht nur durch die unterschiedliche Art der Erhebung abzugrenzen ist, sondern an sich als selbstständige Wirkungskonstrukte anzusehen sind, die in ihrer Zusammensetzung vollkommen unterschiedliche Mechanismen und Wirkungselemente aufweisen.

554 vgl. Bachmann (2009) S.94.

555 Auf die Debatte, ob Objektivität im wissenschaftlichen Sinne überhaupt möglich ist, soll an dieser Stelle nicht genauer eingegangen werden. Leserinnen und Leser seien hierbei auf Muckler und Seven (1992) verwiesen.

besser in der Lage sind, komplexe Wirkungsbeziehungen mit einer großen Anzahl möglicher Einflussfaktoren zu untersuchen, erlauben nur auf objektiven Daten basierende Verfahren einen unverfälschten Nachweis einer Wirkung.⁵⁵⁶ Abbildung 27 illustriert diesen der Wirkungsanalyse zugrundeliegenden methodischen Trade-off.

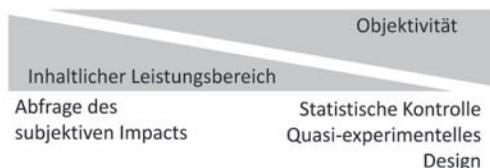


Abbildung 27: Objektivität und inhaltlicher Leistungsbereich bei Wirkungsanalysen

Bei näherer Betrachtung der Ergebnisse subjektiver *Impact*-Studien fällt auf, dass negative Befunde vollkommen entfallen. Dies kann aber auch auf den hohen Anteil kommerzieller Auftragsstudien durch Beratungsfirmen oder Branchenvertretungen zurückzuführen sein.⁵⁵⁷ Ein detaillierter Blick auf die verbleibenden Studien lohnt sich dennoch, da ein breites Spektrum an Inhalten abgedeckt wird, die sich einer objektiven Erhebung entziehen. Bloom et al. (2009) zeigen beispielsweise, dass PE-finanzierte PU eine subjektiv empfundene Verbesserung der personellen und operativen Managementpraktiken aufweisen⁵⁵⁸.

Unter den subjektiven *Impact*-Studien besonders hervorzuheben ist die Habilitationsschrift von Schefczyk (2000a). In einer methodisch sehr aufwendigen Studie⁵⁵⁹ untersucht der Autor 21 Hypothesen zu den Determinanten der subjektiv empfundenen Performance.⁵⁶⁰ In Summe liefert Schefczyk überzeugende Hinweise, dass eine intensivere Einfluss-

556 vgl. Schüle in und Reitze (2002) S.261. Allerdings kann insbesondere im Bereich von PE-Transaktionen ein hoher Grad an Bilanzmanipulation angenommen werden, welcher durch Wu (1997) S.388 und Cumming et al. (2007) S.444 bereits empirisch bestätigt wurde.

557 Hierzu gehören CMBOR (2008), EVCA (2002a), EVCA (2002b) und Price Waterhouse Coopers (2005).

558 vgl. Bloom et al. (2009) S.13.

559 Schefczyk (2000a) greift methodisch auf eine Kombination aus korrelationsanalytischen Verfahren (LISREL), Faktorenanalysen und multivariate Regressionsmodelle zurück.

560 Die subjektive Performance wird in der Studie in zweifacher Form als Entwicklung des PU gegenüber Geschäftsplan und Branche operationalisiert.

nahme des PE nicht unbedingt zu einer besser empfundenen Performance führt, aber die Übernahme von Beratungsaufgaben im engeren Sinne durch den PE-Investor das Erfolgsniveau der Beteiligung signifikant erhöht. Überraschenderweise weisen Expansionsfinanzierungen einen höheren Grad an Managementunterstützung und Beratungsleistungen auf. Auch die Erfahrung des Managements der PU ist signifikant positiv mit dem (subjektiven) Erfolg der PU assoziiert.⁵⁶¹

In einer Studie durch Achleitner et al. (2008) unter Spätphasen *Buyouts* in Familienunternehmen gaben beispielsweise 90% an, dass sich das Umsatzwachstum "*sehr positiv*" oder "*positiv*" entwickelt hat. Die korrespondierenden Werte für das Mitarbeiterwachstum für Rentabilität lagen bei 75 bzw. 80%. Die Auswirkungen auf die *Governance* des Unternehmens bewerteten 75% als "*positiv*" oder "*sehr positiv*". Reporting, Controlling und Finanzierung verbesserten sich in 65% der Fälle. Die Außenwirkung blieb nach Angabe der Interviewten gleich. 90% der befragten Unternehmen schrieben dem Investor hierbei keinen Einfluss bis sehr geringen Einfluss zu. Die größte Wirkung gestanden die befragten Unternehmen dem PE-Investor in Bezug auf die Verbesserung der Finanzierungssituation zu. Die Internationalisierung des Unternehmens und die Steigerung der Innovationsfähigkeit beurteilten 63% als "*sehr positiv*" bis "*positiv*". Allerdings wurde dem Investor hierbei kein aktiver Wertbeitrag attestiert.⁵⁶²

Abbildung 28 fasst die überwiegend positiven Ergebnisse aller identifizierten subjektiven *Impact*-Studien zusammen.

561 vgl. Schefczyk (2000a) S.343ff und S.390ff.

562 vgl. Achleitner et al. (2008) S.67ff.

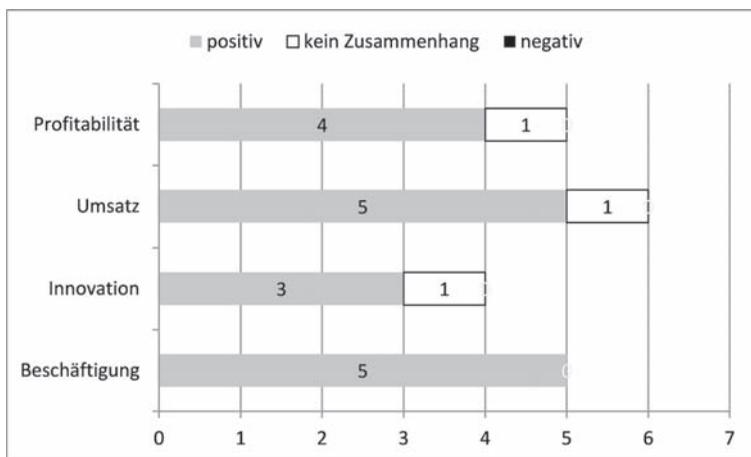


Abbildung 28: Ergebnisse subjektiver Impact-Studien

Im Sinne einer methodenpluralistischen Forschung soll in der in Kapitel 5 folgenden empirischen Analyse eine Kombination beider Analysemethoden angewendet werden⁵⁶³. Zu guter Letzt gibt es in der PE-Forschung eine Reihe von Studien, welche die Endogenitätsproblematik gar nicht berücksichtigen.

3.2.4. Ergebnisse von *Impact*-Studien ohne Kontrolle der Endogenität

Bei diesen Studien handelt es sich fast ausschließlich um kommerzielle Auftragsstudien, deren Ergebnisse von zweifelhafter Objektivität und methodisch fragwürdiger Qualität sind. Methodisch stellen die Studien zumeist einen Vergleich mit makro-ökonomischen Daten dar. Hierbei wird davon ausgegangen, dass diese als Vergleichswert die wahrscheinlichste Entwicklung des PU und das systematische Risiko abbilden. Eine Abweichung der Entwicklung eines PU gegenüber dem Markt wird implizit auf den idiosynkratischen Effekt des Einstiegs des Investors zurückgeführt.⁵⁶⁴

563 In der qualitativen Sozialforschung spricht man auch von Triangulation der Methoden bzw. Daten. Vgl. Flick (2006) S. 330ff sowie Mayring (2002) S.121f.

564 Hierin besteht auch die größte Schwäche des Ansatzes, da mit steigender Zahl der betrachteten Unternehmen und Länge des Betrachtungszeitraumes die An-

Eine longitudinale Analyse auf Branchenebene stellt die Studie von Desbrières und Schatt (2002) dar, in der anhand eines *Samples* französischer LBO eine im Vergleich zum Branchenmittel negative Entwicklung der Rentabilität attestiert wird. Der negative Befund ist insbesondere bei Familienunternehmen stark ausgeprägt.⁵⁶⁵ Auch Opler (1992) findet zumindest in seiner Untersuchung der größten LBO-Transaktionen in der Periode zwischen 1985 und 1989 Anzeichen für eine negative Beschäftigungsentwicklung der PU im Vergleich zur Branche⁵⁶⁶. Letztendlich liefern auch Meuleman et al. (2009b) einen glaubwürdigen Vergleich mit der Branchenentwicklung. Im Durchschnitt weisen PE-finanzierte Unternehmen darin eine um 2,74% niedrigere Rentabilität auf. In Bezug auf Umsatz- und Beschäftigungswachstum übertreffen die PE-finanzierten PU ihre Branchenmittel jedoch⁵⁶⁷. Abbildung 29 fasst die Ergebnisse der *Impact*-Studien noch einmal in aggregierter Form zusammen.

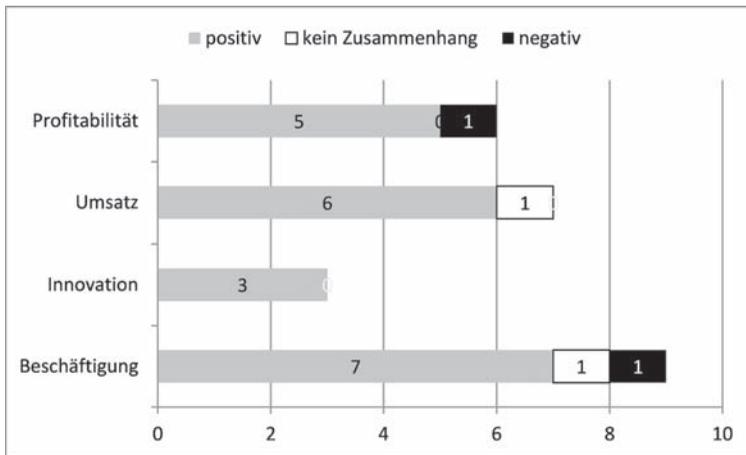


Abbildung 29: Ergebnisse *Impact*-Studien ohne Kontrolle der Endogenität

nahme unwahrscheinlicher wird, dass die Abweichung ausschließlich auf dieses idiosynkratische Ereignis zurückzuführen ist. In eventanalytischer Forschung spricht man hierbei von überlappenden Ereignissen. Diese führen dazu, dass letztendlich aus zwei möglicherweise verzerrten Zeitreihen ein kausaler Zusammenhang abgelesen werden soll (Joint-Test-Problem). Vgl. Kothari und Warner (2006) S.8ff.

565 vgl. Desbrières und Schatt (2002) S.717.

566 vgl. Opler (1992) S.33.

567 vgl. Meuleman et al. (2009b) S.213.

Wie bereits in den bisher untersuchten Studiengruppen, scheinen die Ergebnisse zu den Auswirkungen auf Beschäftigung, Umsatzentwicklung und Rentabilität nur vordergründig eine eindeutige Aussage zu Gunsten eines positiven Wertbeitrages von PE-Investoren zu erlauben. Diese Einschätzung wird auch durch eine detailliertere Analyse der einzelnen Studien zum Beschäftigungswachstum in Abbildung 30 bestätigt. Betrachtet man die unterschiedlichen Vergleichswerte,⁵⁶⁸ die zur Ermittlung der Wachstumsdifferenz herangezogen werden, so fällt auf, dass diese im Vergleich zu den in *Matched Sample*-Analysen ermittelten weit aus geringer ausfallen.⁵⁶⁹ Überraschenderweise weisen *Matched Sample*-Studien dennoch in Summe einen etwas höheren Beschäftigungswachstumsvorsprung PE-finanzierter Unternehmen auf.⁵⁷⁰ Diese Beobachtung erlaubt aber keinesfalls eine Beurteilung der Richtigkeit oder Validität unterschiedlicher Vergleichswerte bzw. Studien, zumal die untersuchten Stichproben aus unterschiedlichen Ländern und Jahren stammen und abweichende Definitionen des Untersuchungsgegenstandes und methodische Konzeptionen vorherrschen.

568 Die herangezogenen Vergleichsgruppen reichen von gesamtwirtschaftlichen Indikatoren in Weber und Nevries (2006) S.76, BVCA (2007) S.6 und AFIC (2008a) S.1 über bereinigte Branchenwerte Meuleman et al. (2009b) S.23, Zufallsstichproben Gervasoni et al. (2001) S.22 oder Unternehmen bestimmter Indizes wie Dow Jones Ithmar Capital (2007) S.6, CAC AFIC (2008b) S.1, FTSE 100 und FTSE mid 250 BVCA (2007) S.6 oder DJ STOXX in Achleitner und Klöckner (2005) S.15.

569 Im Mittel betragen die Vergleichswerte der Kontrollgruppen von *Matched Sample*-Studien 3,36% und von makroökonomischen Vergleichsstudien -0,21%.

570 Bei *Matched Sample*-Studien liegt der Wachstumsvorsprung im Mittel bei 6,8%. Demgegenüber stehen makroökonomische Vergleiche mit einem durchschnittlichen Wachstumsvorsprung von 5,23%. Es gilt der Hinweis aus Fußnote 545.

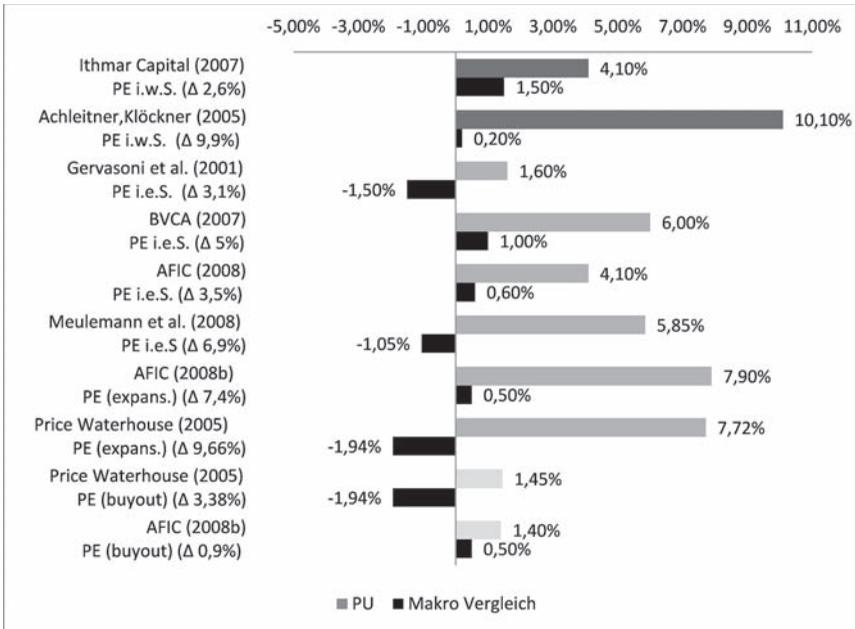


Abbildung 30: Studien mit Makrovergleichen zu Beschäftigungswachstum

Insgesamt erlauben die Studien zum Umsatzwachstum sehr ähnliche Befunde wie die eben analysierten Studien zur Entwicklung der Beschäftigung. Die Wachstumsdifferenz scheint im *Buyout*-Segment geringer ausgeprägt und es kann keinesfalls von einer zweifelsfreien Überlegenheit der PE-finanzierten Unternehmen ausgegangen werden. Vielmehr hängen die Ergebnisse stark von den methodisch konzeptionellen Charakteristika der Studie ab. Bei Expansionsfinanzierungen sprechen die Ergebnisse für ein erhöhtes Wachstum der Beschäftigung. Auch die Ergebnisse zum Umsatzwachstum entsprechen diesen Tendenzen weitgehend.⁵⁷¹ Die Studien sind aber mehrheitlich kommerzieller Natur und wurden von Branchenvereinigungen in Auftrag gegeben.

Ein Grund für die Heterogenität der Ergebnisse ist nicht zuletzt ein mangelndes Wissen darüber, wie genau PE-Investoren das finanzierte

571 Die detaillierte Auswertung und grafische Darstellung der Studien findet sich in Anhang 1.

Unternehmen verändern. Dies führt zu einer Vielzahl an nur bedingt vergleichbaren Studien mit konzeptionell theoretischen Unterschieden und einem meist sehr engen Fokus auf ausgewählte Aspekte der Einflussnahme.⁵⁷² Diese Lücke zu schließen, um schlussendlich zu einem umfassenden Wirkungsmodell zu gelangen, welches eine ganzheitliche Beschreibung der Investor-PU-Beziehung erlaubt, ist das Ziel einer Reihe explorativer Beiträge, die im folgenden Unterkapitel 3.3 dargestellt werden sollen.

3.3. Ergebnisse explorativer Beiträge

Bacon et al. (2004), Hellmann und Puri (2002a) und Bloom et al. (2009) untersuchen die Auswirkungen von PE-Investoren auf die Professionalität der Management- bzw. Personalführungspraktiken⁵⁷³ und finden Hinweise darauf, dass die von den Investoren auferlegten Reportingpflichten und die aktive Unterstützung der PU bei der Etablierung von modernen Informations- und Managementsystemen einen Professionalisierungsschub in dem finanzierten PU auslösen.⁵⁷⁴ Auch Gietl et al. (2008) erheben die subjektiv empfundenen Auswirkungen auf die Managementprozessqualität und die operative Prozessqualität⁵⁷⁵ und finden dahingehend durchwegs positive Einschätzungen der PU-Manager/innen. Bruining et al. (2004) und andere Autoren finden überdies Anzeichen für eine zunehmende Schärfung des strategischen Fokus und eine zunehmende Wahrnehmung interner und externer Wachstumspotenziale.⁵⁷⁶ Insgesamt lassen die Ergebnisse darauf schließen, dass eine Verbesserung der Managementpraktiken stattfindet.

572 vgl. Gietl et al. (2008) S.6.

573 Bacon et al. (2004) S.342ff, Hellmann und Puri (2002a) S.194ff und Bloom et al. (2009) S.13ff. Der Veränderungen der Unternehmensführung nach PE Übernahmen widmete auch Geidner (2009) seine Dissertation.

574 vgl. Gietl et al. (2008) S.17. Zu ähnlichen Ergebnissen in Bezug auf die Qualität der Informationssysteme kommt auch Meier (2006) S.114. Klausner und Litvak (2004) S.5 betrachten die Professionalisierung des Managements der PU sogar als eine der drei zentralen Funktionen des PE-Investors.

575 Darüber hinaus befragt er die PU-Manager/innen auch nach der Entwicklung der Wettbewerbsfähigkeit und der wirtschaftlichen Performance. Auch hier sind die Einschätzungen durchwegs positiv. Gietl et al. (2008) S.48.

576 vgl. Bruining et al. (2004) S.172. Diese Beobachtung machen auch Bruton et al. (2002) S.716.

Fried und Hisrich (1995) gehen sogar einen Schritt weiter und behaupten, dass der PE-Investor aufgrund seiner Vormachtstellung eine Veränderung der Unternehmenskultur⁵⁷⁷ bewirkt und dem Unternehmen eine dominante Unternehmensorientierung (*Dominant Logic*) aufzwingt, die auf formeller Planung, Gewinnorientierung, Unternehmensentwicklung, Geduld und Fokus beruht.⁵⁷⁸ In einer der spärlichen Studien zum Zusammenhang zwischen Eigentumsstruktur, Organisationskultur und Internationalisierung zeigt Dosoglu-Guner (2001)⁵⁷⁹, dass Unternehmen unter Kontrolle externer Eigentümer die höchste Exportorientierung aufweisen. Der Autor unterscheidet nach Deshpandé et al. (1993) vier Arten von Unternehmenskulturen,⁵⁸⁰ von denen die *Adhocracy Culture* als unternehmerische und wachstumsorientierte Unternehmenskultur beschrieben wird. In dem von Dosoglu-Guner (2001) untersuchten *Sample* wiesen Unternehmen mit externen Eigentümern am häufigsten eine derartige Unternehmenskultur und in weiterer Folge die höchste Exportorientierung auf. Die Studie nimmt zwar nicht explizit Bezug auf PE-Investoren, die im Rahmen der vertraglichen *Governance* präsentierten Erörterungen legen aber einen ähnlichen Zusammenhang nahe.⁵⁸¹ Wenngleich eine umgekehrte Kausalität nicht auszuschließen ist, scheint die Erklärung, dass ein PE-Investor Einfluss im Sinne eines *Change Agents* auf die Unternehmenskultur und somit die Exportorientierung ausübt, nachvollziehbar. Eine ähnliche Wirkung legen auch die Ergebnisse von Phan und Hill (1995) nahe, die in PE-finanzierten Unternehmen eine höhere unternehmerische Orientierung und eine Veränderung

577 vgl. Fried und Hisrich (1995) S.109. Den Zusammenhang zwischen Unternehmenskultur und Exportentscheidung untersuchen Kasper und Holzmüller (1989), Kasper und Holzmüller (1990), Holzmüller und Kasper (1991), Kasper und Loisch (2005) und Loisch (2006).

578 Hierbei schließt die Argumentation an einer Reihe von behavioristischen Beiträgen zur Erklärung von Internationalisierungsentscheidungen an. Holzmüller und Kasper (1991) S.46 liefern einen Überblick über derartige Studien.

579 vgl. Dosoglu-Guner (2001) S.84f.

580 vgl. Im Detail handelt es sich um „*market culture*“, „*clan culture*“, „*adhocracy culture*“ und „*hierarchy culture*“. Vgl. Deshpandé et al. (1993) S.25ff.

581 Leider vernachlässigt die Studie auch die Direktinvestitionsentscheidung, die im selben Ausmaß, wenn nicht sogar in höherem Ausmaß von derartigen Eigentümerstrukturen beeinflusst werden sollte. Nähere Erläuterungen hierzu folgen in Unterkapitel 4.3.2.

der Organisationsstrukturen hin zu dezentralen, nicht hierarchischen Strukturen auffinden.⁵⁸²

Eine Reihe von Studien, allen voran Kaplan (1989a), untersuchen die Auswirkungen von PE-Finanzierungen auf das Finanzmanagement der PU⁵⁸³. Hierbei kommen die Studien einheitlich zu dem Schluss, dass die aus der höheren Verschuldung resultierende Steuerersparnis zu den zentralen Werttreibern bei Spätphasenfinanzierungen zu zählen ist. Im Vergleich zu LBO ohne PE-Beteiligung weisen PE-finanzierte *Buyouts* aber trotz gleich hoher Verschuldung eine geringere Insolvenzwahrscheinlichkeit auf.⁵⁸⁴ Eine Verbesserung des Finanzmanagements in der PU legt auch eine Reihe von Studien nahe, die PE-finanzierten Unternehmen eine Verbesserung des *Working Capitals* attestieren.⁵⁸⁵ In zwei sehr außergewöhnlichen Studien zeigen Hochberg (2003), dass PE-finanzierte PU konservativere Bilanzierungsmethoden und insgesamt ein besseres finanzielles Rechnungswesen (*Earnings Management*) aufweisen, und Lerner (1994b), dass PE-Investoren Finanzierungs-*Know-How* bereitstellen, welches das Timing für weitere Finanzierungsrunden der PU verbessert⁵⁸⁶. In einer ebenso bemerkenswerten Studie von Lerner et al. (2008) zum Innovationsmanagement von PU zeigen die Autoren, dass PE-Investoren zwar keinen Einfluss auf die Anzahl der Patentanmeldungen haben, aber dass die Patente fokussierter sind und allgemein eine höhere wirtschaftliche Relevanz aufweisen⁵⁸⁷.

Zu guter Letzt untersucht eine Reihe von Studien indirekte Auswirkungen von PE-Investoren. Die bei weitem wichtigste dieser Auswirkungen stellt die Veränderung der Reputation des PU dar. Einige Autor/innen argumentieren, dass die Assoziation mit einem PE-Investor positive Zertifizierungs- und *Signalling*-Effekte für das finanzierte PU mit sich

582 vgl. Phan und Hill (1995) S.730.

583 vgl. Kaplan (1989a).

584 vgl. Cotter und Peck (2001) S.145. Im Vergleich zu nicht LBO-Unternehmen besteht aber kein Unterschied in Bezug auf Insolvenz-wahrscheinlichkeit. Vgl. Strömberg (2008) S.4f.

585 vgl. Kitching (1989) S.79, Smith (1990) S.151, Wright et al. (1992) S.70, Long und Ravenscraft (1993a) S.10, Holthausen und Larcker (1998) S.296. sowie Boucly et al. (2009) S.9.

586 vgl. Hochberg (2003) S.14 und Lerner (1994b) S.314.

587 vgl. Lerner et al. (2008) S.35.

bringt.⁵⁸⁸ Die explorativen Studien veranschaulichen die strategischen Implikationen einer PE-Finanzierung und zeigen, dass bei der Entscheidung für einen PE-Investor durchaus Fragen des strategischen Finanzmanagements eine Rolle spielen.

3.4. Zwischenresümee der Literaturanalyse

Die unterschiedliche Qualität und Fokussierung der 144 identifizierten Forschungsbeiträge macht eine Kategorisierung nach wissenschaftstheoretischem und methodischem Zugang erforderlich. Des Weiteren wurde versucht, anhand der konkret untersuchten Wirkungsbeziehung zu differenzieren. Abbildung 31 fasst die 144 Studien nach ihrem wissenschaftstheoretischen Zugang und nach ihrem methodischen Ansatz zusammen.

Insgesamt 24 Beiträge wurden mangels einer klaren Zuordenbarkeit als Mischformen oder sonstige Studien kategorisiert und sind demnach nicht Teil der folgenden Diskussion.

Aufgrund der großen Anzahl an homogener konfirmatorischer Studien und deren hohen Wichtigkeit für die in Kapitel 5 folgende empirischen Wirkungsanalyse, soll die darauf folgende

Abbildung 32 abschließend noch einmal eine Übersicht über die Ergebnisse konfirmatorischer Studien, deren Untersuchungsfokus (x-Achse) und deren untersuchte Wachstums- bzw. Performancekennzahl (y-Achse) liefern. Die für die weitere Untersuchung zentralen Forschungsgegenstände bzw. Wirkungskomponenten (PE i.e.S. sowie Internationalisierung) sind rot gekennzeichnet.

Auf eine detaillierte Darstellung der Ergebnisse explorativer Studien wird aufgrund der methodischen und inhaltlichen Vielfalt derartiger Studien verzichtet.

588 Zu nennen wären hier vor allem Folta und Janney (2002) aber auch Barry et al. (1990), Megginson und Weiss (1991) und Jain und Kini (1995) Florin (2005).

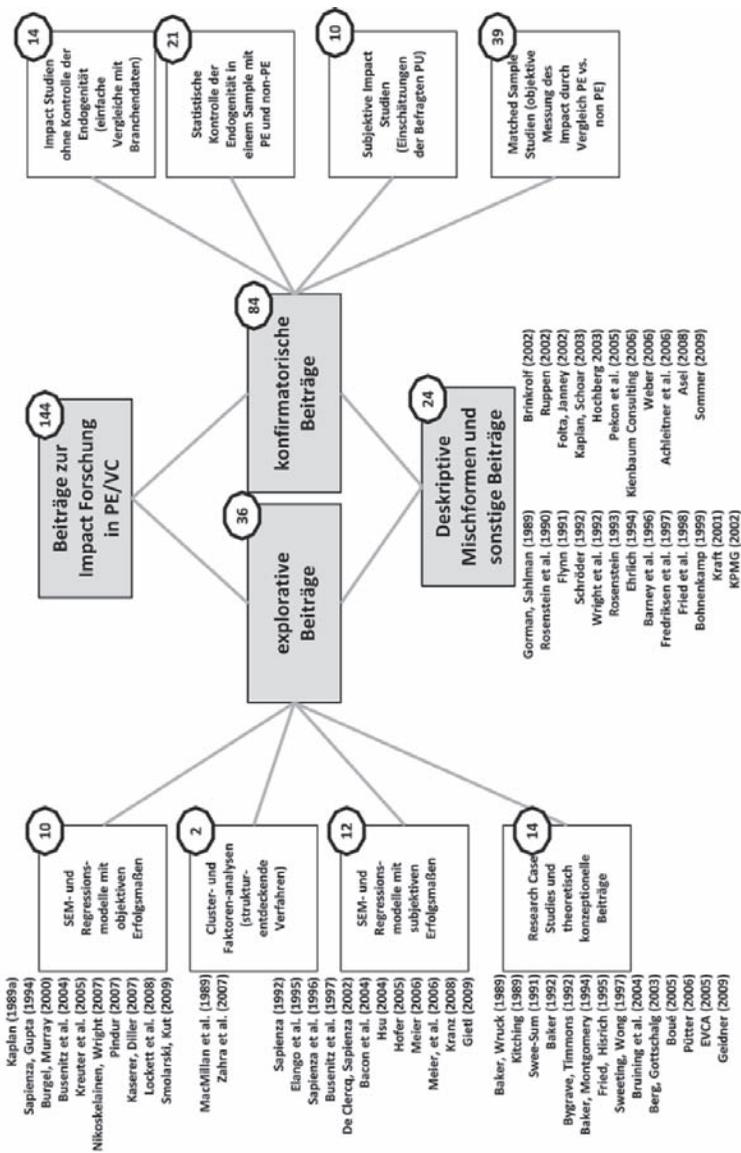


Abbildung 31: Literaturzusammenfassung nach wissenschaftstheoretischem Ansatz

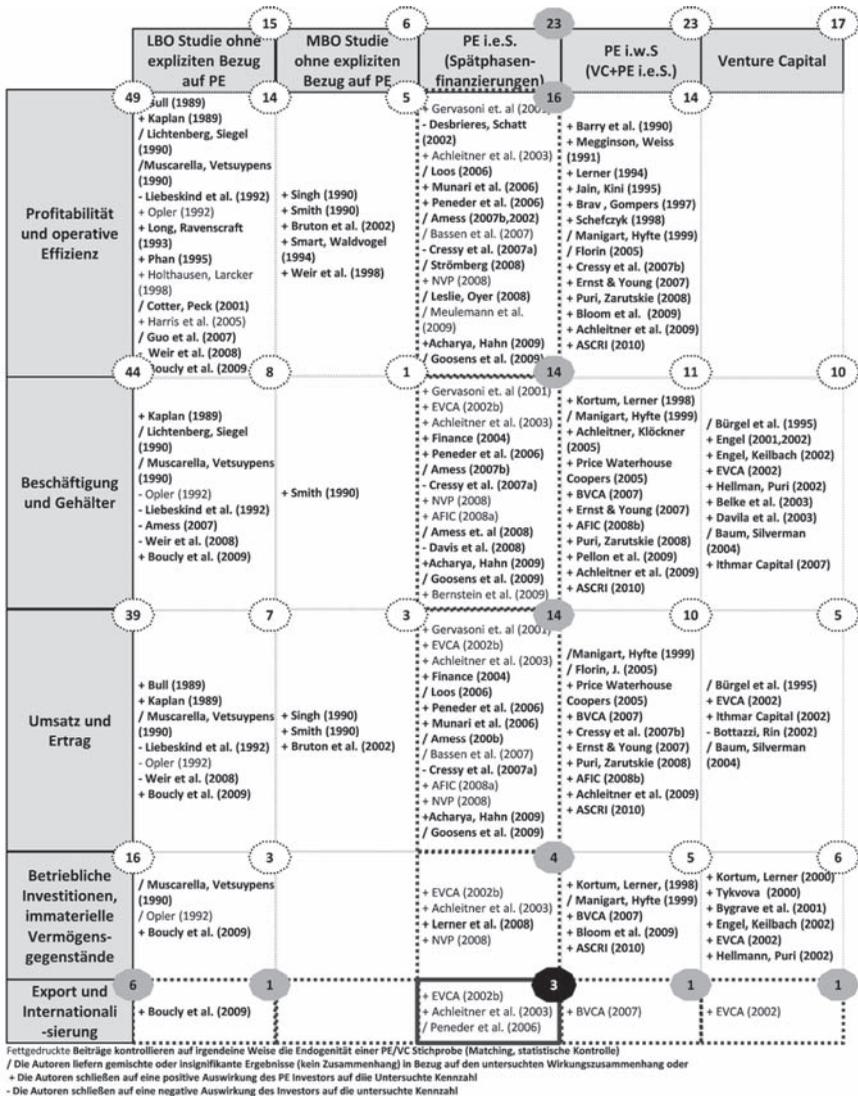


Abbildung 32: Literaturzusammenfassung konfirmatorischer Studien

Insgesamt liefert die Literaturanalyse ein differenziertes, aber durchwegs positives Bild der Auswirkungen von PE Investoren. Auch Cumming et al. (2007) fassen das Ergebnis einer ähnlichen, wenngleich weniger umfangreichen Literaturanalyse zu den Auswirkungen von PE-Investoren auf Ebene der PU wie folgt zusammen:

*„The end result is a general consensus that across different methodologies, measures, and time periods, regarding a key stylized fact: LBOs and especially, MBOs enhance performance and have a salient effect on work practices.“*⁵⁸⁹

Diese Einschätzung wird größtenteils auch in der in dieser Arbeit vorgenommene Analyse gestützt. Allerdings deuten die sehr unterschiedlichen Ergebnisse, insbesondere von methodisch fundierten Studien, auf ein hohes Maß an Heterogenität hin. Abbildung 33 fasst die Ergebnisse aller Studien zu PE i.e.S. zusammen, welche die Endogenität der PU-Auswahl in gewissem Maße berücksichtigen.

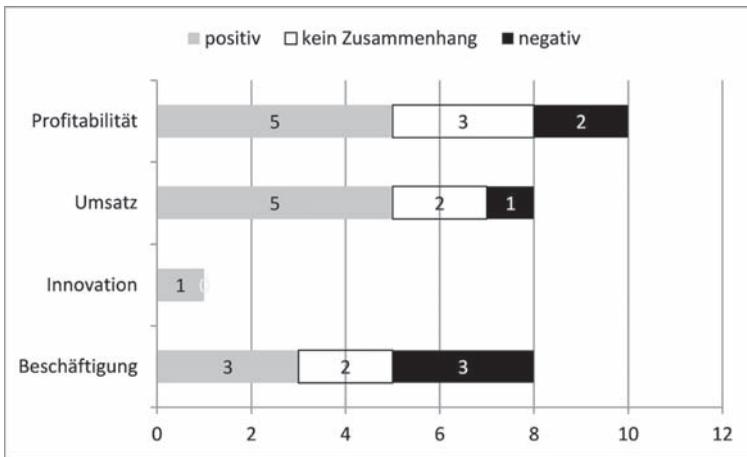


Abbildung 33: Ergebnisse von Studien zu PE i.e.S. mit Endogenitätskontrolle

Während *Impact*-Studien zur Beschäftigung ohne Kontrolle der Endogenität und solche, die nicht zwischen PE i.e.S. differenzieren, überwiegend positive Befunde liefern, herrscht im Spätphasensegment überwiegend Uneinigkeit. Die Ergebnisse der Studien sind in starkem Ausmaß

589 Cumming et al. (2007) S.449.

von dem gewählten Untersuchungszeitraum abhängig, was einige Autoren dazu verleitet, PE-Beteiligungen als einen Prozess der kreativen Zerstörung zu beschreiben.⁵⁹⁰

Einen weiteren Einflussfaktor stellt der Finanzierungsanlass dar. Untersuchungen, die explizit zwischen Expansionsfinanzierungen und anderen Finanzierungsanlässen (insb. *Turnaround*-Finanzierung) unterscheiden, weisen stark differenzierte Ergebnisse auf. Die Ambivalenz bisheriger Ergebnisse liefert nicht nur eine Rechtfertigung für eine weitere empirische Überprüfung im österreichischen Kontext, sondern falsifiziert zugleich eine oft pauschalisierend vorgenommene Verurteilung von allen Formen von *Leveraged Buyouts*.

Vielmehr scheint diese Organisationsform (nicht nur im PE-Kontext) gemäß der *Jensen Hypothese*⁵⁹¹ situativ sehr wohl positive Wachstumswirkung zu entfalten.

Im Gegensatz zur VC-Forschung sind die Befunde zur Innovationswirkung von PE i.e.S. eher spärlich, aber dennoch positiv. Insbesondere die Ergebnisse von Lerner et al. (2008) legen eine Fokussierung der Innovationstätigkeit und einen positiven Effekt auch in Spätphasenfinanzierungen nahe, der aber jedenfalls noch in anderen regionalen, temporären und methodischen Settings bestätigt werden muss⁵⁹².

Wichtiger für die vorliegende Arbeit sind die überwiegend positiven Befunde zum Umsatzwachstum PE-finanzierter Unternehmen. Wenngleich diese zumeist auch einer Kontrolle der Endogenität standhalten, so ist anzumerken, dass dieser Umsatzeffekt in zahlreichen kommerziellen Studien, welche die Endogenität vernachlässigen, übertrieben dargestellt wurde. PE-Investoren berücksichtigen in ihrer Auswahl Unternehmen, welche ein hohes Umsatzpotenzial aufweisen. Folglich ist ein großer Anteil des höheren Wachstums nach Einstieg des PE-Investors auf die Selektion zurückzuführen. In Einklang mit den in Unterkapitel 2.4.2.2.3 vorgestellten endogenen Werttreibern verbleibt aber dennoch ein positi-

590 vgl. Cressy et al. (2007b) S.1 und Davis et al. (2008) S.43 f.

591 In Anlehnung an Jensen (1989).

592 vgl. Lerner et al. (2008) S.35f.

ves Alpha (α), sowohl in Bezug auf Umsatzsteigerungen, als auch in Bezug auf Margenverbesserungen bzw. Profitabilitätssteigerungen.

Wenngleich die untersuchten *Impact*-Studien überwiegend positive Befunde liefern, so liegen allen Studien vollkommen unterschiedliche Wirkungsannahmen zugrunde. Viele Studien vernachlässigen die konkrete Einflussnahme des PE-Investors vollständig und unterlassen jegliche explorative Begründung der nachgewiesenen Wachstumswirkung. Dementsprechend soll die im übernächsten Kapitel 5 bevorstehende *Impact*-Analyse beide Forschungsideologien vereinen und über den konfirmatorischen Befund hinaus praxisrelevante Erkenntnisse zu den konkreten Wirkungsmechanismen gewinnen.

Bevor aber auf die empirische Analyse eingegangen wird, soll in Kapitel 4 dem Internationalisierungsfokus der Forschungsfrage Rechnung getragen werden und die bisherigen empirischen Befunde hierzu präsentiert werden. In weiterer Folge und unter Hinzuziehung geeigneter theoretischer Fundamente soll sodann ein umfassendes Wirkungsmodell mit den dazugehörigen Hypothesen generiert werden. Ziel des Wirkungsmodells ist es, die eben präsentierten konfirmatorischen Befunde zu erklären und in späterer Folge in Kapitel 5 einer explorativen Analyse zu unterziehen.

4. Auswirkungen von PE auf die Internationalisierung der finanzierten PU

4.1. Derzeitiger Forschungsstand und Forschungslücke

Die bisherigen Befunde zur Wirkung von PE auf die Unternehmensinternationalisierung sind sehr spärlich.⁵⁹³ Insgesamt konnten nur 14 Beiträge identifiziert werden, die Internationalisierungsfragestellungen im Zusammenhang mit PE berücksichtigen. Von diesen sind sechs Studien kommerzieller Natur und weisen eine methodisch fragwürdige Vorgehensweise auf.⁵⁹⁴ Nur sieben Studien befassen sich explizit mit PE i.e.S. bzw. mit Spätphasenfinanzierungen und nur sechs Studien können als Wirkungsanalysen betrachtet werden. Alle Studien beschränken sich auf die Untersuchung des Exportwachstums und vernachlässigen Internationalisierung mittels Direktinvestitionen. Die überwiegend positiven Ergebnisse dieser sechs Studien sind in Abbildung 34 dargestellt.

Unter den Studien besonders hervorzuheben ist die Arbeit von Peneder et al. (2006). Die Autoren finden in Bezug auf Export zwar ein höheres Wachstum PE-finanzierter Unternehmen, können dieses aber ausschließlich auf die vom Investor durchgeführte Selektion zurückführen.⁵⁹⁵

593 Auch Zahra et al. (2007) S.325 kommen zu demselben Schluss und konstatieren: *“Surprisingly, scant attention has been directed towards the effect of VC firms on the internationalization activity of their investees.”*

594 Keine der kommerziellen Studien berücksichtigt die Endogenität, dennoch sollen die wichtigsten Befunde hier kurz angeführt werden: BVCA (2007) S.3 attestieren ein um 6% höheres Exportwachstum von PE-finanzierten Unternehmen. CMBOR (2005) S.25 nimmt einen Anstieg der Exportaktivität innerhalb der Stichprobe von 23,9% vor Einstieg des PE-Investors auf 33% nach dem Buyout zum Anlass, einen Kausalitätsschluss zu ziehen. EVCA (2002a) S.13 und EVCA (2002b) S.18 finden Exportanstiege von 38% für VC-finanzierte PU und von 14,7% für PE i.e.S.

595 vgl. Peneder et al. (2006) S.8.

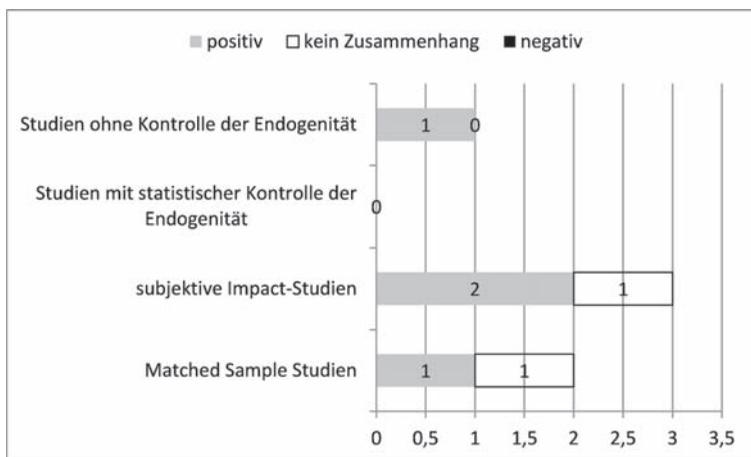


Abbildung 34: Ergebnisse PE-Impact-Studien zu Exportwachstum

Im Detail finden sie für die Untersuchungsgruppe eine durchschnittliche Exportquote von 43,6% und von 27,4% für die *Matched Sample*-Kontrollgruppe. Darüber hinaus weisen PE-finanzierte Unternehmen ein um 11,4% höheres Wachstum der Exporte auf, welches aber bei Berücksichtigung der Endogenität nicht mehr signifikant ist.

Achleitner et al. (2008) befragen deutsche Familienunternehmen, die mit Hilfe eines PE-Investors eine Unternehmensnachfolge vollzogen haben. Zwar beurteilen die befragten Unternehmen die Internationalisierung des PU durchwegs als sehr positiv, doch wird dem Investor hierbei subjektiv kein direkter Beitrag attestiert⁵⁹⁶. Auch die von Bassen et al. (2007) befragten *Growth Buyouts* berichten von einem verstärkten strategischen Fokus auf Internationalisierung, ohne aber eine Aussage über die konkrete Rolle des PE-Investors zu machen.⁵⁹⁷ In einer weitaus älteren Studie durch Wright et al. (1992) wurden die Unternehmen nach strategischen

596 vgl. Achleitner et al. (2008) S.80f.

597 vgl. Bassen et al. (2007) S.191. Bruining et al. (2004) S.162 zeigt an der Fallstudie einer Tochterfirma eines österreichischen Mutterkonzerns, wie sich die Unternehmensstrategie nach dem Buyout hin zu einer betont internationalen Strategie ändert.

Veränderungen nach dem *Buyout* gefragt. 27,9% der Unternehmen gaben an, in neue Märkte eingetreten zu sein⁵⁹⁸.

Nur drei Studien können als konfirmatorische *Impact*-Studien mit Kontrolle der Endogenität bezeichnet werden. Für französische LBO ganz allgemein finden Boucly et al. (2009) ein signifikant höheres Exportwachstum im Vergleich zu kotierten Unternehmen⁵⁹⁹. Burgel et al. (2000) untersuchen zwar den Zusammenhang zwischen Wachstum und Internationalisierung ganz allgemein, beziehen die Finanzierung durch Fördermittel und durch PE-Investoren aber als Kontrollvariable mit ein und finden keinen Zusammenhang. Die wohl glaubhaftesten und methodisch fundiertesten Ergebnisse liefern Peneder et al. (2006) in ihrer *Matched Sample* Untersuchung österreichischer PU. Die von ihnen untersuchte Stichprobe von 119 PU weist ein im Durchschnitt um 11,4% höheres Exportwachstum gegenüber unterschiedlich definierten Vergleichsgruppen auf. Allerdings ist dieses erhöhte Exportwachstum statistisch nicht signifikant⁶⁰⁰.

Den überwiegend kommerziellen und interessensgeleiteten *Impact*-Studien steht nicht einmal eine Handvoll zeitgenössischer explorativer Beiträge gegenüber, die konkrete Wirkungszusammenhänge zwischen PE-Investor und Internationalisierung der PU untersuchen. Auch Lockett et al. (2008) orten hier einen eklatanten Forschungsbedarf:

*„Future research should provide a more nuanced understanding of the precise nature of VC resources in relation to internationalization activities.“*⁶⁰¹

Zahra et al. (2007) wiesen in einer wegberreitenden Studie einen positiven Einfluss von PE-Investoren auf *„International Knowledge Based Resources“* nach und schafften somit eine Verbindung zwischen dem Beteiligungs-

598 vgl. Wright et al. (1992) S.63.

599 vgl. Boucly et al. (2009) S.9.

600 vgl. Peneder et al. (2006) S.44.

601 Lockett et al. (2008) S.55. Ähnliche Schlüsse ziehen auch Zahra et al. (2007) S.325, wenn sie schreiben: *“How and where VCs influence SMEs internationalization are areas that deserve further study.”*

management durch den Investor und der Internationalisierungskompetenz des PUs.⁶⁰²

Lockett et al. (2008) machten ebenso wenig den Versuch, eine direkte, kausale Wirkung von PE-Beteiligung auf die Internationalisierung des PU nachzuweisen. In ihrer Faktorenanalyse weisen sie aber eine stärkere Exportintensität bei PE-Investitionen mit stark ausgebildetem *Monitoring* und *Value-Added-Services* nach. Außerdem zeigen sie, dass die relative Wichtigkeit der beiden Komponenten durch die Finanzierungsphase moderiert wird. Um die Exportintensität von Frühphasenfinanzierungen zu fördern, sind folglich vor allem klassische *Value-Added-Services* geeignet, während bei Spätphasenfinanzierungen der Effekt von verstärktem *Monitoring* auf die Exportintensität wirkt.⁶⁰³

Den dritten und letzten Beitrag in dieser Riege stellt die Studie von Smolarski und Kut (2009) dar. In einer Untersuchung innerhalb eines *Samples* von PE-finanzierten Unternehmen finden die Forscher einen positiven Zusammenhang zwischen Syndizierung und Exportwachstum. Eine höhere Anzahl an PE-Investoren, insbesondere ausländischer PE-Investoren, erhöht demnach die Exportintensität. Denselben positiven Zusammenhang finden die Autoren auch in Bezug auf die phasenweise Finanzierung der Beteiligung (*Staged Finance*).

Trotz der richtungsweisenden Verbindung zwischen PE und Internationalisierung weisen die drei Studien einige Schwächen auf, die im Zuge der vorliegenden Dissertation berücksichtigt werden sollen:

- eindimensionale Definition von Internationalisierung als Exportquote,
- keine Berücksichtigung von unterschiedlichen Fondsstrategien in der Auswertung,
- ungenügende Differenzierung zwischen unterschiedlichen Formen von Kapitalgebern.

602 Zahra et al. (2007) S.316ff differenzieren „*international knowledge based resources*“ weiter in die Unterkategorien „*human capital assets*“, „*proprietary assets*“ sowie „*relational assets*“.

603 vgl. Lockett et al. (2008) S.52.

Insbesondere die eindimensionale Definition von Internationalisierung, die den beiden Studien zugrundegelegt wird, kann als wichtigste Forschungslücke identifiziert werden. So vernachlässigen beide Studien die Internationalisierung durch Direktinvestitionen, welchen im Zusammenhang mit PE eine besondere Rolle zukommen sollte. Außerdem soll ein Beitrag dazu geliefert werden, das bisher sehr undifferenzierte Bild von institutionellen Finanzinvestoren zu schärfen. Der vorliegenden Dissertation liegt dementsprechend die Annahme zugrunde, dass sich Finanzinvestoren unterschiedlicher Unternehmensphasen, Branchen und strategischer Ausrichtungen unterschiedlich verhalten.⁶⁰⁴

Die Literaturanalyse hat den Forschungsbedarf im Bereich der Auswirkungen von PE-Investoren auf das Wachstum und die Internationalisierung klar gezeigt. Angesichts des spärlichen empirischen Fundamentes erfordert die Untersuchung des Sachverhaltes die theoretische Ableitung eines umfassenden Wirkungsmodells.⁶⁰⁵ Diese soll im Folgenden, den Literaturteil abschließenden, Unterkapitel 4.3 erfolgen.

Ein großer Teil der Forschung zu PE und Internationalisierung ist noch nicht theoriegestützt. Ziel dieses Kapitels ist es daher, ein umfassendes Wirkungsmodell zu konzipieren. Bevor aber mit der konkreten Ableitung der Hypothesen begonnen werden kann, soll in Unterkapitel 4.2 noch im Rahmen eines Exkurses auf die breiteren wissenschaftstheoretischen Implikationen einer derartigen Untersuchung hingewiesen werden.

4.2. Exkurs: Die passivseitige Internationalisierung im Kontext der IB Forschung

Die vorliegende Untersuchung ist in dem Überschneidungsfeld zweier, in der Vergangenheit fälschlicher Weise oft isoliert betrachteter Forschungsbereiche anzusiedeln. Es sind dies der Fachbereich des internationalen Finanzmanagements einerseits und die Internationalisierungsfor-

604 Diese Annahme wird durch eine Reihe empirischer Belege bestätigt Sapienza (1992) S.21f, Elango et al. (1995) S.159ff, Schefczyk (2000b) S.395ff, De Clercq und Manigart (2007) S.212, Bottazzi et al. (2008) S.507ff sowie Kranz (2008) S.6.

605 Gietl (2010) S.104 machte in seiner Dissertation an der Universität Erlangen Nürnberg einen ähnlichen Versuch mit teilweise unterschiedlichem Ausgang.

schung andererseits.⁶⁰⁶ Ziel ist es, weitere Einblicke in die passivseitigen Determinanten und Konsequenzen der Internationalisierung zu erlangen.



Abbildung 35: Wissenschaftliche Verortung der Dissertation

Historisch gesehen bildete die finanzwirtschaftliche Betrachtung der internationalen Unternehmenstätigkeit von Beginn an eine zentrale Säule der Disziplin des internationalen Managements.⁶⁰⁷ Mit zunehmend günstigeren Finanzierungsbedingungen und der rasanten Globalisierung der Märkte wurde Kapital in der wissenschaftlichen Forschung immer öfter als ein homogenes, unbegrenzt verfügbares Gut behandelt. Internationalisierung wurde zunehmend als strategische Entscheidung verstanden, welche keinerlei passivseitigen Einflüssen beziehungsweise Beschränkungen unterworfen ist.

In dieser Betrachtungsweise entsprach die Internationalisierungsforschung dem Vorbild der neoklassischen Finanzierungstheorie, welche den Unternehmenserfolg in einem vollkommenen Markt als unabhängig von der Finanzierung betrachtet.⁶⁰⁸ Der Begriff Kapital wurde zunehmend mit dem monetären Verständnis als „Geldeinheiten“ gleichgesetzt, ohne dessen spezifische Herkunft, dessen Risikotragfähigkeit oder des-

606 Auch Bove et al. (2010) S.435 haben jüngst die mangelnde Integration der beiden Forschungsfelder kritisiert.

607 vgl. Moser (2009) S.683.

608 vgl. Modigliani und Miller (1958) S.281ff.

sen Verwendung im Sinne von produktivem Kapital zu berücksichtigen.⁶⁰⁹ Auch die breite Kritik an der neoklassischen Finanzierungstheorie änderte an der Dominanz der aktivseitigen Orientierung der *International Business*-Forschung allerdings wenig.⁶¹⁰ Im Vordergrund der *International Business*-Diskussion standen Themenkreise wie Internationalisierungsstrategie, die Markteintrittsentscheidung oder das Management von multinationalen Unternehmen, wobei aber in nur wenigen Beiträgen auf deren passivseitige Restriktionen hingewiesen wurde.

Schon 1981 wies Albach daher auf die theoretische Vernachlässigung des Themenbereiches hin und konstatierte:

„Der Zusammenhang zwischen Finanzkraft und Wettbewerbsstrategie ist in der Theorie bisher nicht erschöpfend erklärt.“⁶¹¹ In eine ähnliche Richtung argumentierte Pausenberger (1985): *„Für die Bewältigung der finanzwirtschaftlichen Entscheidungsprobleme internationaler Unternehmen hat die Theorie noch kein überzeugendes Lösungskonzept entwickelt.“⁶¹²*

Im Jahre 2002 griff Buckley in seinem vielbeachteten Beitrag die zunehmende konzeptionelle Verengung und Verfestigung des Fachgebietes auf und skizzierte mögliche zukünftige Entwicklungspfade. Zwar nahm Buckley an keiner Stelle des Artikels explizit Bezug auf die Passivseite der Unternehmensinternationalisierung, doch schloss er mit der Erkenntnis:

„The way forward is, paradoxically, to look back ...“⁶¹³

Buckley sah also die Zukunft der Disziplin in eben dieser Wiederentdeckung alter Kernbereiche der Disziplin wie den Finanzierungsfragen in

609 vgl. Shapiro (1981) S.56.

610 Eine frühe Ausnahme stellt der konzeptionelle Beitrag von Oxelheim et al. (2001) dar, in dem die Autoren das von Dunning (1980) erstellte OLI-Paradigma um eine ganze Reihe passivseitiger, firmenspezifischer „*financial ownership factors*“ ergänzen. Vgl. Oxelheim et al. (2001) S.388ff. In Summe führen diese zu geringeren Kapitalkosten und einer höheren Wahrscheinlichkeit von Direktinvestitionen. In ihrem Beitrag fokussieren die Autoren aber überwiegend auf kooperative Unternehmen mit Zugang zu öffentlichen Kapitalmärkten, weshalb die Autoren den möglichen Effekt von finanzstarken PE-Investoren vollkommen unberücksichtigt lassen.

611 Albach (1981) zitiert in Hubert (1998) S.167.

612 Pausenberger und Völker (1985) S.15.

613 Buckley (2002) S.370.

ternationaler Geschäftstätigkeit. Es sollte aber weitere vier Jahre dauern, bis explizit eine Wiederentdeckung der Passivseite in einer namhaften englischsprachigen wissenschaftlichen Zeitschrift im Bereich *International Business* publiziert werden sollte:

*„It can be said that current research ... in the strategy of international business is focused on the assets' side of the balance sheet. The new paradigm of Financial Contracting Theory in financial economics extends the potential of research in international business to the liabilities side of the balance sheet as well. In doing so it opens up new vistas to research in international business, it closes the gap between the role of finance in the practice of international business and the role of finance in the research in international business, and it gives rise to better insights into major processes in the world of international business ...”*⁶¹⁴

Agmon bezieht sich in seinem Gastbeitrag zwar nur auf die *Financial Contracting Theory* und somit die vertragliche Ausgestaltung der *Principal-Agent-Beziehung*, die Implikationen seiner Forderung können aber als richtungsweisend für die *International Business*-Forschung angesehen werden.⁶¹⁵

Abbildung 36 illustriert die über lange Zeit hinweg vorherrschende Konzentration der *International Business*-Forschung auf die Aktiva des Unternehmens und die Forderung nach einer ganzheitlichen Betrachtung der Unternehmensinternationalisierung. Die vorliegende Dissertation schließt sich an jene Reihe jüngster Beiträge an,⁶¹⁶ welche den Tatsachen Rechnung tragen, dass Investoren ihrerseits einen starken passivseitigen Einfluss auf die Internationalisierung haben.

614 Agmon (2006) S.577.

615 In einem jüngst erschienenen Editorial von Bowe et al. (2010) S.443 folgen die Editoren der *International Business Review* dem Beispiel von Tamir Agmon und schreiben: „...linking finance and IB research provides fertile ground, not only for testing existing theories but also for developing newer ones...“.

616 Stellvertretend seien hierbei George et al. (2005), Lockett et al. (2008), Forssbäck und Oxelheim (2008), Moser (2009), Fernhaber und McDougall-Covin (2009), Oesterle et al. (2010), Fisch et al. (2010) und Guserl (2011) genannt.

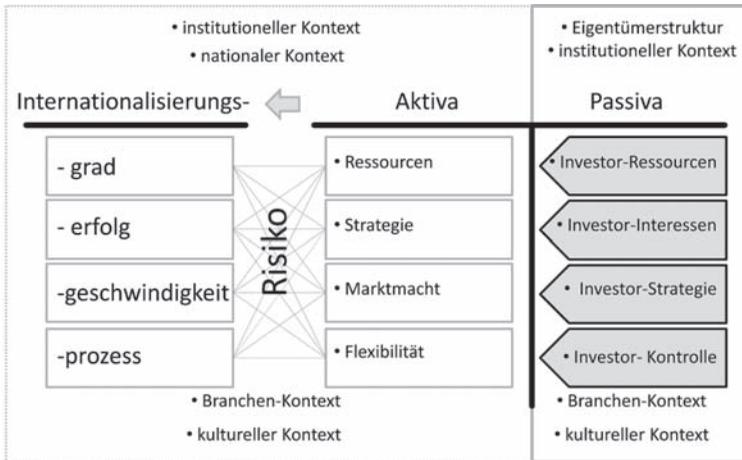


Abbildung 36: Theoretisch-konzeptioneller Beitrag der Dissertation zur IB-Forschung
Quelle: Müllner (2010) S.30

Aktive, risikofreudige Investoren können beispielsweise intervenieren, um die Internationalisierung des Unternehmens voranzutreiben, oder sogar externe Ressourcen bereitstellen,⁶¹⁷ welche die Internationalisierung eines Unternehmens fördern.⁶¹⁸ Andererseits können Investoren durch ihre Einflussnahme eine Internationalisierung aber auch gezielt verlangsamen. Insbesondere risikoaverse Fremdkapitalgeber haben ein Interesse, die freien *Cash-Flows* zur Besicherung ihrer Ansprüche im Unternehmen zu behalten und sie nicht den zusätzlichen Risiken einer weiteren Internationalisierung auszusetzen.⁶¹⁹ Kapital kann folglich je nach Kapitalgeber unterschiedliche Qualitäten aufweisen und ist keinesfalls

617 vgl. Landau (2010) S.131.

618 vgl. Lockett et al. (2008) S.39. Empirische Belege für den deutschen Markt findet Oesterle et al. (2010) S.22.

619 Insbesondere in der Akquisitionsfinanzierung werden dem Kreditnehmer viele Verhaltensverpflichtungen auferlegt, welche die Möglichkeiten einer weiteren Internationalisierung verringern können. Zu nennen sind hier Begrenzungen der Höhe der zulässigen maximalen jährlichen Investitionsausgaben (so genannte Capex Limitations Clauses) und Nichtbelastungserklärungen (Negative Pledge) sowie Verschuldungsverbote. Für eine ausschöpfende Darstellung von Kreditvertragsklauseln in der Akquisitionsfinanzierung sei auf Mittendorfer (2007) S.194 verwiesen.

eine homogene Ressource.⁶²⁰ So rechtfertigen PE-Branchenvertreter ihre hohen Renditeforderungen beispielsweise oft mit dem Anspruch *Smart Money* oder *Value-Added-Money* bereitzustellen.⁶²¹

In der vorliegenden Arbeit soll somit im Sinne der *Agency*-Theorie demonstriert werden, dass Kapital kein homogenes, unbegrenzt verfügbares Gut darstellt, sondern

- eine limitierte, heterogene Ressource ist, die⁶²²
- einerseits Interessen verkörpert und andererseits
- Einfluss ermöglicht.

Es erscheint logisch, dass die spezifischen Anforderungen an das Kapital in der Unternehmensinternationalisierung höhere sind als bei ausschließlich nationalem Wachstum. Die Internationalisierung setzt ein Unternehmen einem neuen institutionellen Kontext, höhergradigen kommerziellen und politischen Risiken sowie eventuell einem zusätzlichen Wechselkursrisiko aus.⁶²³ Diese Risiken müssen passivseitig ihre Entsprechung in riskotragfähigem Kapital finden.⁶²⁴ Die Form der Internationalisierung entscheidet hierbei über den Kapitalbedarf und spielt somit eine entscheidende Rolle bei der Wahl konkreter Finanzierungsinstrumente.⁶²⁵

620 In einer interessanten Studie untersuchen Barclay et al. (2007) S.481 die Kapitalmarktreaktion auf Bekanntgaben von Unternehmensübernahme („*Announcement Effect*“) von aktiven Investoren und passiven Investoren und zeigen auf, dass der Markt unterschiedlich reagiert. Im Gegensatz zu weiten Teilen der Forschung scheint der Kapitalmarkt daher sehr wohl zwischen unterschiedlichen Kapitalqualitäten zu differenzieren.

621 Lange et al. (2001) und Hofer (2007) stellen diesen Anspruch in den Titeln ihrer Beiträge in Frage.

622 Bruton et al. (2010) S.492 merken beispielsweise an: „*Prior research ... has not differentiated among types of investors ... different owners may have different objectives and decision making horizons.*“

623 vgl. Moser (2009) S.685 und Henzler (1962) S. 71.

624 vgl. Albach et al. (1986) S.3ff. Eine Analyse des passivseitigen bilanziellen Ausdrucks der Internationalisierung liefert die Dissertation von Hayden (1992). Zauner (1997) hingegen legt den Fokus auf die Kapitalstruktur von Direktinvestitionen und Guserl (2011) legt den Fokus auf finanzstrategische Aspekte der Internationalisierungsfinanzierung.

625 Für eine ausführlichere Diskussion des Zusammenhangs zwischen Markteintrittsform und Finanzierung siehe Unterkapitel 2.4.2.2.4. Guserl (2011) untersucht in ihrer Dissertation die kapitalmarktbezogene Internationalisierung österreichischer börsennotierter Unternehmen.

Die exemplarisch untersuchten PE-Investoren stellen nur eine von vielen Finanzierungsformen dar, welche im Rahmen der Internationalisierung ihre Anwendung finden.⁶²⁶ Aus vielerlei Gründen aber eignet sich diese Klasse von Investoren besonders, um die Wiederentdeckung der Passivseite der Internationalisierung voranzutreiben.⁶²⁷

Nach diesem Exkurs in die fachspezifische Begründung der Forschungsfrage soll nun in Unterkapitel 4.3 mit der Ableitung des Wirkungsmodells begonnen werden.

4.3. Theoretisches PE-Wirkungsmodells und bisherige empirische Befunde

4.3.1. Ausgangspunkt und Gang der Modellbildung

Die Ableitung eines umfassenden Wirkungsmodells bedarf eines Rückblicks in das bereits in Unterkapitel 2.4 analysierte Geschäftsmodell von PE. Darüber hinaus muss auf mehrere Theorien zurückgegriffen werden, zumal keine Theorie alleine geeignet erscheint, alle Elemente der PE-PU-Beziehung abzubilden.⁶²⁸ Schon innerhalb der Finanzierungsfunktion ergeben sich Fragestellungen, welche beispielsweise nicht alleine durch ein theoretisches Fundament abgebildet werden können. So hat die Beteiligung eines PE-Investor institutionenökonomische Konsequenzen für die Governance des PU und kann somit nicht durch klassische Finanzierungstheorien vollständig abgedeckt werden. Exemplarisch zu nennen sei hierbei nur die in der neoklassischen Finanzierungstheorie verbreitete Annahme eines vollkommenen Marktes ohne Informationsasymmetrien. Andererseits vernachlässigen – wie im vorangegangenen Exkurs

626 Mäkelä (2004) S.5 bestätigen diese Einschätzung: *“the intersection of research on international business issues and venture capital finance offer many questions that can prove to be very fruitful.”*

627 vgl. Agmon (2006) S.577 und Moser (2009) S.693.

628 Der Autor ist sich aber der Skepsis gegenüber theoriepluralistischer Forschung bewusst. Vgl. Landau (2010) S.88. Die Verwendung nur einer theoretischen Basis wäre aber nicht mit der Zielsetzung eines holistischen Wirkungsmodells vereinbar, zumal dieses sowohl klassisch finanzwirtschaftliche Aspekte der PE-PU-Beziehung, als auch die interpersonale, behavioristische Aspekte vereinen müsste. Auch Forssbæck und Oxelheim (2008) S.630 kritisieren, dass alle bisherigen Internationalisierungstheorien die finanziellen Einflussfaktoren nur bei-läufig oder gar nicht behandeln.

dargelegt – gängige Theorien in der *International Business*-Forschung weitgehend die finanzierungstheoretischen Implikationen einer Risikokapitalfinanzierung.

Zusätzlich zur offensichtlichen Funktion als Financier betreibt der PE-Investor ein aktives Beteiligungsmanagement. Dieses stellt einen der am intensivsten untersuchten Bereiche der PE-Tätigkeit dar. Insgesamt erscheint keine der Kategorisierungen umfangreich genug, um die Komplexität der Investor-PU-Beziehung in vollem Ausmaß zu erfassen. Insbesondere die Beschränkung auf die faktischen Interventionen des PE-Investors in älteren Beiträgen von MacMillan et al. (1989), Gorman und Sahlman (1989) Rosenstein et al. (1993) erscheint zu simplifizierend, zumal ein Großteil des Einflusses von PE-Investoren auf indirekten, interaktiven Wirkungskanälen erfolgt. In zwei qualitativen Studien zeigen beispielsweise Fried und Hisrich (1995) und später Boué (2005), dass Faktoren, wie etwa Image, Disziplinierung, Motivation und Risikoreduktion, Auswirkungen auf das Verhalten des PU haben.

Außerdem fällt auf, dass die primäre Funktion des PE-Investors als Financier und die sich daraus ergebenden Konsequenzen für das PU nur in der Kategorisierung von Fried und Hisrich (1995) Beachtung findet. Zu guter Letzt erscheint den passiven bzw. indirekten Aspekten des Beteiligungsmanagements nur ungenügend Aufmerksamkeit geschenkt, zumal auch die empirischen Belege von MacMillan et al. (1989) dafür sprechen, dass *Monitoring* durch den Investor nicht nur eine kontrollierende Funktion hat, sondern darüber hinaus auch einen positiven Effekt auf die Entwicklung von Internationalisierungskompetenzen aufweist⁶²⁹. Das herzuleitende Wirkungsmodell soll daher diese Faktoren berücksichtigen. Nach Ansicht des Autors stellt die Betrachtung der Funktionen des PE-Investors den besten Anhaltspunkt für ein derartiges Vorhaben dar.

629 vgl. MacMillan et al. (1989) S.27.

Bader (1996) identifiziert insgesamt fünf dieser Funktionen⁶³⁰ und Meier et al. (2006a) reduzieren diese auf drei Funktionen⁶³¹:

- Investitionsfunktion für ihre Investoren
- Finanzierungsfunktion für ihre PU
- Kontroll- und Unterstützungsfunktion für ihre PU

Zumal sich nur letztere beide in der direkten Einflussosphäre der PU befinden, sollen diese den Ansatzpunkt für die Ableitung des umfassenden Wirkungsmodells darstellen. Die Investitionsfunktion, welche nur die Beziehung zwischen den PE-Investoren und deren Kapitalgebern betrifft wird in der folgenden Modellbildung vernachlässigt. Um eine klarere Abgrenzung zu ermöglichen, werden die Kontroll- und Unterstützungsfunktion getrennt betrachtet. Außerdem wird die Kontrollfunktion um den wichtigen Bereich der positiven Anreizsetzung erweitert.⁶³²

4.3.2. Finanzierungsfunktion

Im Folgenden soll in einem ersten Unterkapitel 4.3.2.1 die mikroökonomische Begründung der Finanzierungsfunktion von PE-Investoren beschrieben werden. In einem zweiten Schritt soll sodann der Bezug zur Unternehmensinternationalisierung hergestellt (Unterkapitel 4.3.2.2) werden um in einem dritten und letzten Schritt die daraus resultierenden Hypothesen für das Modell (Unterkapitel 4.3.2.3) zu generieren.

4.3.2.1. Theoretische Grundlagen der Finanzierungsfunktion

Eine analytische Ableitung der Finanzierungsfunktion findet sich in Peneder (2006). Abbildung 37 illustriert die besondere Rolle von PE in einem Markt mit asymmetrischer Information.

630 Im Detail nennt Bader (1996) S.18 die Investitionsfunktion, die Evaluations- und Bewertungsfunktion, die Finanzierungsfunktion, die Betreuungs- und Kontrollfunktion sowie die Liquidationsfunktion.

631 Meier et al. (2006a) S.11 sowie Bader (1996) S.18.

632 Auch Walsh und Kosnik (1993) S.674 und Hart (2001) S.1081ff. berücksichtigen Anreizsetzung und Kontrolle als gleichberechtigte Elemente der Governance-Funktion.

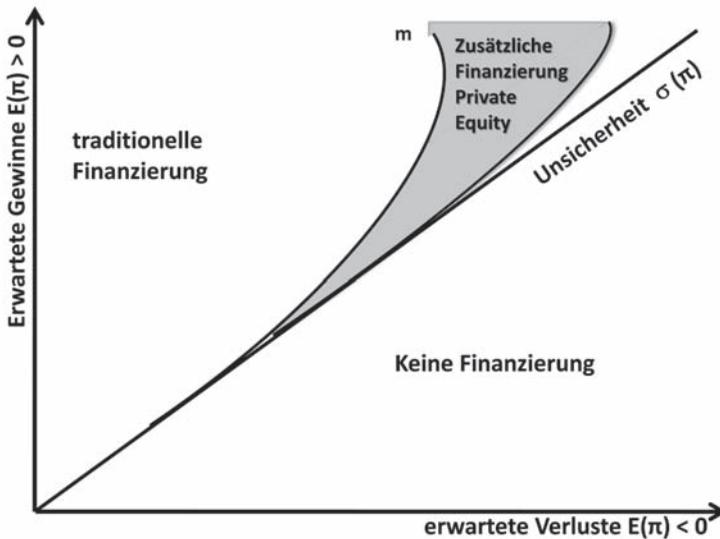


Abbildung 37: Finanzierungsfunktion von PE in imperfekten Märkten

Quelle: Peneder et al. (2006) S.162f

In einem vollkommenen Markt bestimmt der Erwartungswert der Gewinne ($E(\pi) > 0$) die Finanzierbarkeit einer Unternehmung. Die Variable π stellt in dem Modell die zentrale Erfolgsgröße eines Investments im Sinne der Rentabilität dar. Unabhängig von der absoluten Höhe der Unsicherheit ($\sigma(\pi)$) findet jedes Projekt, das einen positiven Erwartungswert des Gewinnes für risikoneutrale Investoren ausweist, eine Finanzierung. Dargestellt wird diese Tatsache durch den Raum⁶³³ oberhalb der 45°-Diagonale. In Märkten, die durch hohe Informationsasymmetrien⁶³⁴ (insb. adverse Selektion⁶³⁵ sowie *Moral Hazard*⁶³⁶) gekennzeichnet sind,

633 vgl. Sharma (1996) S.31 in Peneder et al. (2006) S.15.

634 Zu den Auswirkungen von Informationsasymmetrien auf die Kapitalmarkteffizienz siehe insbesondere Jaffee und Russell (1976) und Stiglitz und Weiss (1981) sowie Greenwald et al. (1984).

635 Das Konzept der adversen Selektion geht auf Akerlof (1970) S.493f zurück.

636 Auf eine ausführliche Darstellung der Agency-Theorie im Rahmen dieser Arbeit soll verzichtet werden. Leserinnen und Leser seien hierbei auf die prominente Literatur in diesem Bereich verwiesen. Zu nennen sind hierbei vor allem Ross (1973), Jensen und Meckling (1976) oder Eisenhardt (1989). Eine ausführliche Agency-theoretische Begründung von PE-Investoren ist in Swee-Sum

entstehen zusätzliche Kosten (m) für Informationssuche, Absicherung, Prüfung, *Controlling*, Motivation und Koordination⁶³⁷ seitens der Kapitalgeber. Diese Kosten steigen überproportional mit der Unsicherheit des Projektes ($\sigma(\pi)$) und führen dazu, dass auch Projekte mit positivem Erwartungswert des Gewinnes keine Finanzierung erhalten, da die Informations- und *Monitoring*-Kosten des Projektes durch die hohe Unsicherheit bei gleichzeitiger Informationsasymmetrie die Finanzierung verhindern.⁶³⁸

PE-Unternehmen als Finanzintermediäre sind darauf spezialisiert, diese Finanzierungslücke zu schließen⁶³⁹ und suchen gezielt nach Unternehmen, deren Erwartungswert der Erträge positiv ist.⁶⁴⁰ Ihr spezialisiertes *Know-How* und die Ausnutzung von Spezialisierungsvorteilen erlaubt es, die zusätzlichen Kosten durch asymmetrische Information zu reduzieren.⁶⁴¹ Darüber hinaus verfügen sie über besondere Instrumente, die Unsicherheit der einzelnen Projekte sowie des Projektportfolios zu reduzieren. Insbesondere die Diversifikation des systematischen Risikos auf mehrere PU spielt hierbei eine zentrale Rolle.⁶⁴²

PE erlaubt somit (ähnlich öffentlichen Förderungen) eine zusätzliche Finanzierung, wenn traditionelle Kapitalquellen versiegen, und gleichen

(1991), Amit et al. (1998) S.441, Reid (1999) und Bigus (2003) für den deutschsprachigen Raum zu finden. Ein auf die Moral Hazard-Problematik fokussiertes Modell liefert Bigus (2002).

637 vgl. Fabjani (2005) S.110ff sowie Peneder (2006) S.162.

638 Das Modell geht davon aus, dass das Management auch gewillt ist, finanzierbare Projekte mit positivem Erwartungswert zu realisieren. Hierin widerspricht die Annahme der „*Pecking Order Theory*“, die unterstellt, dass das Management bewusst Investitionsmöglichkeiten trotz positivem Netto-Kapitalwert unterlässt, um das negative Signal einer Beteiligungskapitalaufnahme und die daraus resultierenden Auswirkungen auf den Unternehmenswert zu vermeiden. Vgl. Myers und Majluf (1984) S.207.

639 vgl. Triantis (2001) S.308. Es soll aber keinesfalls der Anschein erweckt werden, dass PE hierbei die Form der Finanzierung darstellt. Vielmehr gibt es sowohl im Eigenkapital, als auch im Fremdkapitalbereich eine Reihe an innovativen Finanzierungsformen, die in dieser Finanzierungslücke anzusiedeln sind. Eine ausführliche Analyse innovativer Finanzierungsformen im Internationalisierungsprozess für den Mittelstand stellt die Dissertation von Sitta (2011) dar.

640 vgl. Fabjani (2005) S.137.

641 vgl. Admati und Pfleiderer (1994) S.395 und Peneder (2006) S.15.

642 Zur Diversifikation des Risikos durch PE-Fonds siehe auch Unterkapitel 2.4.2.3.1 oder für eingehendere Analysen Lossen (2007a) Lossen (2007b) und Knill (2009).

somit Marktversagen aus. Die zusätzlichen Fixkosten zur Schaffung von Spezialisierungsvorteilen durch den PE-Investor werden in Form von Gebühren und höheren Renditeforderungen an das kapitalnehmende PU weitergegeben. Ein Unternehmen wird daher in der Regel nur auf PE zurückgreifen, wenn nicht ausreichend günstigere Finanzierungsalternativen zur Verfügung stehen oder das spezielle *Know-How* des PE-Investors die zusätzlichen Kosten rechtfertigen kann.

In diesem Sinne stehen PE und öffentliche Förderung in einem gewissen Verdrängungswettbewerb innerhalb der Finanzierungslücke, aber nicht zwingendermaßen in direkter Konkurrenz, da der verfügbare Förderungsrahmen in der Regel den Finanzierungsbedarf großer Internationalisierungsschritte übersteigt.⁶⁴³ Theoretische Überlegungen legen eine besondere Rolle der Finanzierungsfunktion von PE-Investoren im Rahmen der Unternehmensinternationalisierung nahe. Diese sollen im folgenden Unterkapitel 4.3.2.2 im Detail besprochen werden.

4.3.2.2. Finanzierungsfunktion und Internationalisierung

Verbindet man makro-analytische Begründung von Private Equity nach Peneder et al. (2006) mit einer betrieblichen Sichtweise der Unternehmensinternationalisierung bietet sich das Konzept auf den Vorarbeiten der Uppsala-Schule basierende Konzept der *Establishment-Chain*⁶⁴⁴ an. In einem rein nationalen Kontext wird die Kapitalstrukturentscheidung vor allem vom Kostenminimierungsaspekt dominiert. Die Kapitalkosten werden dabei als Renditeforderungen der Kapitalgeber definiert.⁶⁴⁵ Wechselt man vom rein nationalen Finanzmanagement in einen internationalen Kontext, kommen zusätzlich zu diesem Aspekt drei weitere Spezifika des grenzüberschreitenden Geschäfts hinzu:⁶⁴⁶

- höhergradige Risiken,
- unterschiedliche institutionelle Spezifika⁶⁴⁷ und
- Wechselkursrisiken.

643 vgl. Peneder et al. (2006) S.55.

644 vgl. Johanson und Wiedersheim-Paul (1975) sowie Johanson und Vahlne (1977).

645 vgl. Pausenberger und Völker (1985) S.29.

646 Moser (2009) S.685 und Henzler (1962) S.71.

647 Zu den ersten Autoren, die den Einfluss institutioneller Gegebenheiten auf die Kapitalstrukturgestaltung untersuchten, gehörte Pausenberger und Völker (1985).

Die Unternehmensinternationalisierung ist somit ein Sonderfall des Unternehmenswachstums⁶⁴⁸ und weist einige Besonderheiten auf, welche dazu führen, dass der Finanzierungsbedarf eines Internationalisierungsschritts oftmals eben in dieser Finanzierungslücke anzusiedeln ist:

- Insbesondere bei kapitalintensiveren Markteintrittsformen mit Kapitalbeteiligung⁶⁴⁹ übersteigt der Finanzierungsbedarf meist die Innenfinanzierungskraft kleiner und mittlerer Unternehmen um ein Vielfaches.⁶⁵⁰
- Die zusätzlichen bzw. höhergradigen Risiken im grenzüberschreitenden Geschäft⁶⁵¹ schaffen eine höhere Unsicherheit und erschweren eine Fremdfinanzierung. Es entsteht ein Bedarf an risikotragfähigem Kapital.⁶⁵²
- Unternehmen sind bestrebt Tochtergesellschaften im Ausland mit einer ausreichenden Anlagendeckung bzw. Eigenkapitalausstattung auszustatten, um eine kreditwirtschaftliche Autonomie zu erlangen.⁶⁵³
- Die geographische und kulturelle Distanz im internationalen Geschäft erhöht die Informationsasymmetrie und die damit verbundenen Kosten.⁶⁵⁴

Diese Faktoren bedingen, dass die Internationalisierung eines wachstumsträchtigen Unternehmens oftmals durch PE gedeckt werden muss. Abbildung 38 verbindet die Ausführungen von Peneder (2006) mit dem klassischen Stufenmodell der Internationalisierung. Die verschiedenen Markteintrittsformen sind grob nach Kapitalbedarf und Marktbindung in drei Intensitätsstufen eingeteilt und repräsentieren Formen des Expor-

648 Buckley (1993) S.79.

649 vgl. Moser (2004) S.275f.

650 Aus eben diesem Grund schließen Oxelheim et al. (2001) S.395 *“We argue that firms that successfully follow proactive financial strategies are rewarded with subsequent finance-specific ownership advantages that can be most effectively exploited by undertaking FDIs. An explicit consideration of the exploitation of such advantages within the OLI framework will add explanatory value to the paradigm.”*

651 vgl. Topritzhöfer und Moser (1990) S.5ff.

652 vgl. Henzler (1962) S.71 sowie Albach et al. (1986) S.13ff und Moser (2004) S.288.

653 Eine eigenständige Kreditwürdigkeit ist insbesondere deshalb wichtig, da sie dem Unternehmen erlaubt, eigenständig Kredite in lokaler Währung aufzunehmen, was das Wechselkursrisiko ausschaltet. Vgl. Pausenberger und Völker (1985) S.32.

654 vgl. Mäkelä (2004) S.3.

tes, vertragsbasierte Markteintrittsformen und Direktinvestitionen. Die Abbildung 38 unterstreicht, dass insbesondere kapitalintensivere Internationalisierungsvorhaben mit hoher Unsicherheit und ausgeprägter Marktbindung⁶⁵⁵ in den Bereich der PE-Finanzierungen fallen. Sie stellt somit eine Konkretisierung des Modells von Peneder auf betrieblicher Ebene dar und unterstreicht die besondere Rolle der risikoadäquaten Finanzierung im Rahmen der Unternehmensinternationalisierung.

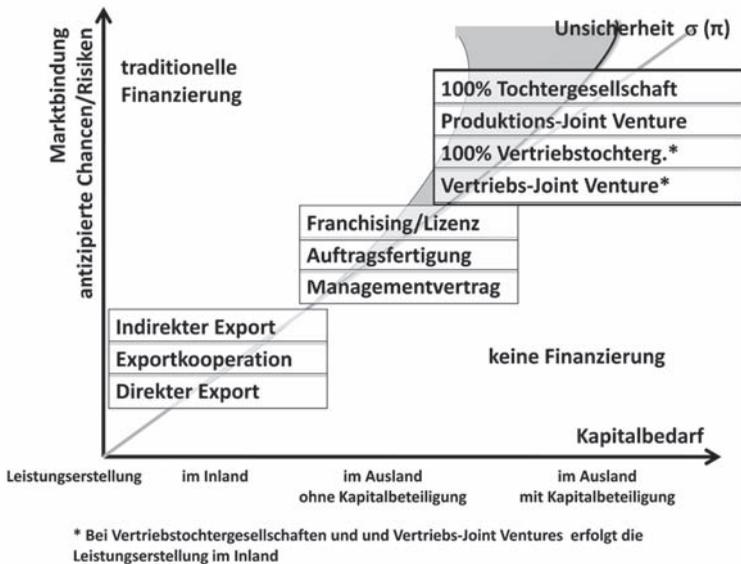


Abbildung 38: Stufenbau der Internationalisierung und Finanzierungsfunktion von PE
 Quelle: in Anlehnung an Dülfer (1991) S.106, Meissner (1995)S.51 und Bamberger und Wrona (2002) S.297

Es ist wichtig zu unterstreichen, dass die vorliegende Darstellung keinen Zusammenhang zwischen erwarteter Rendite und Markteintrittsform suggerieren will, da dieser Zusammenhang empirisch in dieser Einfach-

655 vgl. Johanson und Vahlne (1977) S.23ff, Hill et al. (1990) S.118ff oder Kutschker und Schmid (2008) S.459f.

heit nicht haltbar ist.⁶⁵⁶ Es muss auch darauf hingewiesen werden, dass die Gruppierung und Sequenzierung der einzelnen Markteintrittsformen nicht eindeutig bzw. durchgängig ist.⁶⁵⁷ Auch kann die Aussage bezüglich der Höhe des Kapitalbedarfes zwischen den einzelnen Markteintrittsformen nicht pauschal erfolgen. Auf Basis der theoretischen Grundlagen kann nunmehr im folgenden Unterkapitel 4.3.2.3 dazu übergegangen werden konkrete Hypothesen aus der Finanzierungsfunktion abzuleiten.

4.3.2.3. Die Finanzierungsfunktion und ihre Auswirkungen auf das PU

Konstituierendes Element von PE *sui generis*, wenn auch in empirischen Untersuchungen oft vernachlässigt, ist demnach die Finanzierungsfunktion.⁶⁵⁸

Insbesondere bei jungen Unternehmen führen vor allem die hohen Informationsasymmetrien sowie die mangelnden Sicherheiten dazu, dass Fremdkapitalgeber keine ausreichenden Kreditlinien zur Verfügung stellen.⁶⁵⁹ Diese Beobachtung wird in der Literatur oft als *Liability of Newness* bezeichnet.⁶⁶⁰ Das durch den Investor eingebrachte Eigenkapital hat einen direkten Einfluss auf die für die Expansion bzw. Internationalisierung (*H1a*) zur Verfügung stehenden Mittel und somit auf die Internationalisierungsgeschwindigkeit.⁶⁶¹ Die finanziellen Ressourcen erlauben es dem Unternehmen Auslandsmärkte intensiver und strategisch aggressi-

656 Zum Zusammenhang zwischen Internationalisierung und Performance seien Leserinnen und Leser auf Shaver (1998), Choo und Mazzarol (2001), Glaum und Oesterle (2007) sowie Fisch et al. (2010) verwiesen.

657 Kutschker und Schmid (2008) S.850ff widmen sich diesem Sequenzierungsproblem und arbeiten eine Vielzahl von teilweise widersprüchlichen Systematisierungsversuchen in strukturierter Form auf.

658 Eine sehr ähnliche Argumentation mit Bezug auf die Einflussnahme auf das Finanz- und Vermögensmanagement findet sich in Landau (2010) S.144f. Die Autorin liefert auch exemplarische Belege aus Auszügen von 52 Experteninterviews zu diesem Thema.

659 vgl. Engel (2001) S.8.

660 Fernhaber und McDougall-Covin (2009) S.280.

661 vgl. Rahul und Michael (1998) S.601, Oxelheim et al. (2001) S.382 und Bellone et al. (2010) S.347.

ver zu bearbeiten.⁶⁶² Diese einfache, aber in der *Strategic Management*-Literatur allzu oft vernachlässigte Einsicht zeigt sich am besten in dem Zitat von Teece et al. (1997).

„...what a firm can do in short order is often a function of its balance sheet.“⁶⁶³

Auch der renommierte IB-Forscher Buckley (1993) schlägt in eine ähnliche Kerbe, wenn er „*Capital*“ und „*Management Time*“ als die beiden ausschlaggebenden Engpässe in der Internationalisierung von KMU bezeichnet.⁶⁶⁴ Beide Ressourcen – so behauptet zumindest die PE-Branche – stellen PE-Investoren in einer integrierten Serviceleistung zur Verfügung.

Neben der direkten Wirkung des zugeführten Kapitals hat eine Finanzierung durch PE-Investoren aber auch noch eine Reihe indirekter Einflüsse auf die Finanzierungsstärke eines Unternehmens.⁶⁶⁵ Die höhere Eigenkapitalbasis erlaubt es dem finanzierten Unternehmen, weiteres Fremdkapital sowie Mezzaninkapital aufzunehmen.⁶⁶⁶ Dieser Effekt ergibt sich aus der Haftungsfunktion des zugeführten Eigenkapitals, das nunmehr zur Besicherung weiterer Fremdfinanzierungen verwendet werden kann. Es gibt außerdem Hinweise darauf, dass diese Multiplikatorfunktion durch positive Reputationseffekte einer PE-Beteiligung noch verstärkt wird (*H1b*).⁶⁶⁷ Ambitionierten Expansions- oder Internationalisierungsschritten wird eine höhere Erfolgswahrscheinlichkeit beigemessen, wenn sie durch erfahrene Risikokapitalgeber zertifiziert sind.⁶⁶⁸ Der

662 vgl. McDougall (1989), McDougall et al. (2003), George et al. (2005). Allerdings ist hierbei die in Unterkapitel 2.4.1.2.2 diskutierte Problematik des Debt-push-Down zu beachten.

663 Teece et al. (1997) S.521 und Bowe et al. (2010) S.435.

664 Buckley (1993) S.80.

665 In der Umfrage von Gietl et al. (2008) S.39 wurden insbesondere die Optimierung der Kapitalstruktur, das Einführen neuer Finanzierungsinstrumente sowie der Zugang zu weiteren Kapitalquellen durch die PU als bedeutend eingeschätzt.

666 vgl. Engel (2001) S.1.

667 Bottazzi und Da Rin (2002) S.254f wiesen nach, dass PE-finanzierte Unternehmen bei einem IPO signifikant mehr Kapital aufnehmen konnten als nicht-PE-finanzierte Unternehmen. Weitere Ausführungen zum Reputationseffekt finden sich in Megginson und Weiss (1991) S.881, Lin und Smith (1998) S.241ff, Gulati und Higgins (2003) S.131f, Chang (2004) S.724f, sowie Bessler und Seim (2011) S.9f.

668 vgl. Bigus (2003) S.30.

Fonds fungiert sozusagen als „Türöffner“ für weitere Kapitalquellen und sein Ruf als Kapitalnehmer erlaubt in vielen Fällen eine Neuverhandlung bestehender Kreditkonditionen⁶⁶⁹ oder sogar einen Zugang zu internationalen PE-Gebnern.⁶⁷⁰ Nach der Transaktionskosten-Theorie⁶⁷¹ reduziert die Zertifizierung durch einen Risikokapitalinvestor die Transaktionskosten für weitere Kapitalgeber.⁶⁷² Das Unternehmen „mietet“ in diesem Sinne die Reputation des Investors.⁶⁷³ Weitere Erklärungsansätze für einen derartigen Effekt finden sich in der *Agency*-Theorie. So argumentieren beispielsweise Citron et al. (1999), dass die Beteiligung eines Finanzinvestors die *Moral Hazard*-Problematik für zusätzliche Fremdkapitalgeber reduziert und Vertrauen zwischen *Principal* und *Agent* schafft. Folta und Janney (2002) fokussieren sich in ihrer Eventanalyse auf die Erweiterung der strategischen Möglichkeiten⁶⁷⁴ und schließen:

*„...while private placements have a significant influence on attracting all types of resources studied, they seem particularly important for attracting subsequent financial resources.“*⁶⁷⁵

Neben dem Kapital bringt der PE-Investor zumeist spezialisiertes Finanzierungs-*Know-How* ein. (*H1c*)⁶⁷⁶ In der Studie von Gietl et al. (2008)⁶⁷⁷ wurden insbesondere die Optimierung der Kapitalstruktur und das Einführen neuer innovativer Finanzierungsinstrumente als wertvolle Expertisen des PE-Investors beurteilt. Auch hier ist zu erwarten, dass PE-Investoren durch ihre internationale Erfahrung über internationales *Know-How* verfügen, welches den PU insbesondere im Zuge der Internationalisierung von Nutzen ist.

669 vgl. Hendel (2003) S.32 sowie Berg und Gottschalg (2003) S.18.

670 vgl. Mäkelä (2004) S.28.

671 Die Transaktionskostentheorie geht auf Williamson (1979) zurück.

672 Die Reputationswirkung ist auch auf andere Akteure wie Arbeitnehmer, Kunden und Lieferanten denkbar. Vgl. Davila et al. (2003) S.7.

673 Fombrun (1996) S.62 in Fernhaber und McDougall-Covin (2009) S.280.

674 Als „*Strategic Capabilities*“ definieren die Autoren das Vermögen „*Folgefinanzierung zu beschaffen und Forschungs- bzw. kommerzielle Partnerschaften zu initiieren*“. Vgl. Folta und Janney (2002) S.228.

675 Folta und Janney (2002) S.238.

676 vgl. Anders (1992) S.85.

677 vgl. Gietl et al. (2008) S.39.

Zu guter Letzt erfüllt PE eine wichtige Funktion bei der Befreiung von Klumpenrisiken⁶⁷⁸ insbesondere bei Unternehmen mit hoher Eigentumskonzentration wie etwa Familienunternehmen. Durch die Aufnahme eines PE-Investors kann dem Wunsch nach Risikodiversifikation (insbesondere auch geographischer Diversifikation) durch die Eigentümer Rechnung getragen werden. Es kommt zu einer Veränderung der Risikotoleranz und Risikowahrnehmung, welche insbesondere beim Schritt in fremde Märkte von entscheidender Bedeutung ist.

Auch Forssbäck und Oxelheim (2008) vermuten, dass die Beteiligung eines PE-Investors dazu führt, dass der der Markteintrittsentscheidung zugrundegelegte Abzinsungsfaktor gesenkt wird, wodurch Unternehmen mit proaktiven Finanzierungsstrategien und einem „*Ownership Advantage*“ eine höhere Wahrscheinlichkeit aufweisen, Direktinvestitionen in fremden Märkten zu tätigen.⁶⁷⁹ Insgesamt ergibt sich ein höherer finanzieller Spielraum für Eigentümer und Manager welcher die Übernahme von unternehmerischen Risiken fördert (*H1d*).

Der hier unterstellte Zusammenhang zwischen der Aufnahme eines PE-Investors und Internationalisierungsbestrebungen steht teilweise im Konflikt mit *Agency*-theoretischen Überlegungen von Oesterle et al. (2010), die argumentieren, dass eine steigende Eigentümerkonzentration zu einer Reduktion der Internationalisierungsbestrebungen führt, zumal das Management über geringere diskretionäre Handlungsspielräume verfügt. Allerdings berücksichtigen die Autoren nicht, dass PE-Investoren selbst ein starkes Interesse an Internationalisierung haben und somit den PU Internationalisierung aufzwingen können. Ironischerweise wird diese Argumentation durch die eigenen Ergebnisse von Oesterle et al. (2010) gestützt. Demnach weisen Unternehmen, die im Eigentum von Finanzinvestoren stehen, einen signifikant höheren Internationalisierungsgrad auf⁶⁸⁰.

Die zentrale Rolle der Finanzierungsfunktion ergibt sich nicht nur aus der Natur von PE, sondern wird auch durch Ergebnisse von Unternehmensbefragungen bestätigt: In einer Studie von Peneder et al. (2006) ga-

678 vgl. Schäfer und Fisher (2008) S.25.

679 Forssbäck und Oxelheim (2008) S.631.

680 vgl Oesterle et al. (2010) S.19ff.

ben insgesamt 64% der österreichischen PE-finanzierten Unternehmen an, dass eine Finanzierung durch andere Quellen nicht möglich gewesen wäre. Als einzige Finanzierungsform, welche dem Großteil der Unternehmen (83,8%) zugänglich gewesen wäre, wurden öffentliche Förderungen genannt, wobei diese aber vom Umfang her nicht ausreichend gewesen wären, um den Kapitalbedarf zu decken. 40% der Unternehmen gaben an, dass die Finanzierung über klassische Bankkredite und 64,9% durch Einlagen der bisherigen Gesellschafter nicht ausreichend möglich gewesen wäre.⁶⁸¹ Diese Umfragen zeigen, dass PE für den Großteil der Unternehmen nicht eine Alternative, sondern die einzige Möglichkeit darstellt, das Unternehmenswachstum zu finanzieren.

In einer weiteren durch Gietl (2010) durchgeführten Unternehmensbefragung von immerhin 315 europäischen PU wiesen 26% der PU ein außerordentlich starkes Unternehmenswachstum von > 20% per anno auf. Grund hierfür war die intensive Akquisitionstätigkeit, insbesondere im Ausland.⁶⁸²

Im Lichte des eben erarbeiteten Finanzierungseffektes ergeben sich die Hypothesen 1a bis 1d hinsichtlich der Wirkung des PE-Investors auf das Wachstum und die Internationalisierung der finanzierten PU:

- Die Präsenz eines PE-Investors erhöht die Eigenkapitalausstattung und fördert dadurch das Unternehmenswachstum und insbesondere die Unternehmensinternationalisierung. (*H1a_wi*)
- Die Präsenz eines PE-Investors erhöht die Möglichkeiten, zusätzliches Fremdkapital aufzunehmen, und fördert dadurch das Unternehmenswachstum und insbesondere die Unternehmensinternationalisierung. (*H1b_wi*).
- Der PE-Investor bringt Finanzierungs-*Know-How* in das Unternehmen ein und fördert dadurch das Unternehmenswachstum und insbesondere die Unternehmensinternationalisierung. (*H1c_wi*)
- Die Beteiligung eines PE-Investors erhöht den finanziellen Spielraum zur Übernahme unternehmerischer Risiken und fördert

681 vgl. Peneder et al. (2006) S.27f.

682 15% der Unternehmen akquirierten mehr als vier Unternehmen und 5,1% sogar zehn und mehr Unternehmen. Vgl. Gietl et al. (2008) S.52.

dadurch das Unternehmenswachstum und insbesondere die Unternehmensinternationalisierung. (*H1d_wii*).

Wie in den theoretischen Ausführungen dargelegt, besteht die Annahme, dass die Auswirkungen der einzelnen Wertbeiträge auf Unternehmenswachstum und Internationalisierung nicht zwangsläufig ident sind. Alle Hypothesen werden daher sowohl für den Fall des gewöhnlichen Unternehmenswachstums, als auch für den Sonderfall der Unternehmensinternationalisierung getrennt formuliert und an den PU abgefragt.

Neben der Finanzierungsfunktion zeichnen sich PE-Investoren durch eine umfangreiche Kontrolle und intensive Betreuung der PU aus.⁶⁸³

4.3.3. Kontroll- und Anreizfunktion

Analog zu den Ausführungen zur Finanzierungsfunktion (Unterkapitel 4.3.2) soll auch hier wieder in einem ersten Schritt auf die theoretischen Grundlagen der Kontroll- und Anreizfunktion eingegangen (Unterkapitel 4.3.3.1). In einem zweiten Schritt sollen dann die beiden Aspekte der vertraglichen *Governance*-Mechanismen (Unterkapitel 4.3.3.2) und des laufenden Monitorings (Unterkapitel 4.3.3.3) gesondert betrachtet werden wobei. Die daraus resultierenden Hypothesen werden jeweils am Ende des Kapitels abgeleitet.

4.3.3.1. Theoretische Grundlagen der Kontroll- und Anreizfunktion

Die Kontroll- und Anreizfunktion von PE beinhaltet einerseits die vertraglich vereinbarten *Governance*- oder Kontrollmechanismen (Unterkapitel 4.3.3.2) wie etwa die stufenweise Finanzierung, die Vertretung im Aufsichtsrat oder die Beteiligung des Managements am Unternehmenserfolg. Durch diese sollen gezielt Wachstums- und Internationalisierungsanreize für das PU-Management geschaffen werden (*H2a*). Andererseits zielt das laufende *Monitoring* der PU (Unterkapitel 4.3.3.3) durch den PE-Investor darauf ab eine Kontrolle des Wachstumsfortschritts zu etablieren, welche, im Zusammenspiel mit den entsprechenden Kontroll-

683 Eine grafische Aufarbeitung der Literatur zur Kontroll- und Betreuungsfunktion liefern Gietl (2010) S.9 und Landau (2010) S.64.

rechten, eine wachstums- und internationalisierungsfördernde Wirkung entfalten kann (H2b).

Im Gegensatz zur vertraglichen *Governance* stellt das *Monitoring* also die laufende Überwachung der Entwicklung des Beteiligungsunternehmens dar. Die beiden Komponenten des Beteiligungsmanagements werden daher in dieser Arbeit separat betrachtet. Es ist jedoch anzumerken, dass die beiden Instrumente in der Realität keineswegs isoliert betrachtet werden können. *Governance*-Strukturen können erst durch laufendes *Monitoring* wirksam werden und laufendes *Monitoring* kann nur gestützt von entsprechenden *Governance*-Strukturen seinen Einfluss entfalten. Im Unterschied zur vertraglichen Ausgestaltung der Beteiligung ist das *Monitoring* aber ein kontinuierlicher Prozess, der sich über die gesamte Beteiligungsdauer erstreckt. Solange die Unternehmensentwicklung für den Investor zufriedenstellend verläuft, wirken die beim Einstieg des Investors implementierten *Governance*-Strukturen latent. So schaffen vertraglich fixierte *Governance*-Strukturen in Kombination mit dem *Monitoring* durch den Investor einen sogenannten „Sense of Urgency“, der dafür sorgt, dass Maßnahmen zeitgerecht umgesetzt werden.⁶⁸⁴ Aus diesem Grund werden die beiden Instrumente im Rahmen des Wirkungsmodells als konzeptionell eigenständige Wirkungskonstrukte angesehen.⁶⁸⁵

4.3.3.2. Vertragliche *Governance*-Mechanismen

Vertragliche *Governance*-Strukturen stellen die strukturelle Basis zur Reduktion des *Agency*-Risikos dar und laufendes *Monitoring* das prozessbezogene Risikomanagement desselben.⁶⁸⁶ Bei ihrem Einstieg implementieren PE- und VC-Geber besondere Eigentums-, Kontroll- und Anreizmechanismen. Hierbei werden sehr ähnliche Instrumente eingesetzt wie in der Gestaltung der vertraglichen Beziehung zwischen Investor und Fonds.⁶⁸⁷

684 vgl. Meier et al. (2006a) S.1052.

685 Für eine ähnliche Einschätzung siehe Sapienza und Gupta (1994) S.1994, Kaplan und Strömberg (2001) S.426ff, Hendl (2003) S.32 und Weir et al. (2005b) S.912.

686 Ernst (2010) S.21 sieht „*Governance Engineering*“ neben „*Financial Arbitrage*“, „*Financial Engineering*“ und „*Operational Engineering*“ sogar als eine eigenständige Renditemaximierungsstrategie des PE-Investors.

687 Beide Verträge, der Gesellschaftsvertrag und der Beteiligungsvertrag, zeichnen sich durch eine hohe erfolgsabhängige Entlohnung des Agenten aus und wei-

Die Finanzierungstruktur und die verwendeten Finanzierungsinstrumente sind Ausdruck der *Agency*-Risiken der Investor-PU-Beziehung. Zahlreiche modelltheoretische und konzeptionelle Beiträge⁶⁸⁸ widmen sich der optimalen Ausgestaltung von PE- Beteiligungsverträgen. Über die Kapitalstrukturentscheidung und die Entscheidung für ein konkretes Finanzierungsinstrument hinaus weist aber auch der Beteiligungsvertrag an sich einige explizite vertragliche *Governance*-Regelungen auf.

Eine detaillierte Aufstellung der Bestandteile eines Beteiligungsvertrags ist in Wöss und Helm (2003) sowie in Bernegger und Haimerger (2003) zu finden⁶⁸⁹. Eine besondere Rolle bei der Finanzierung von Wachstumsunternehmen kommt dem Schutz vor Anteilsverwässerung zu. Dementsprechend vereinbaren die Parteien in der Regel besondere Zustimmungsvorbehalte, Aufgriffs- bzw. Vorkaufsrechte und Anbotsverpflichtungen bei der Übertragung von Unternehmensanteilen an Dritte (*No de novo Financing*⁶⁹⁰ und *Pre-emptive Rights*⁶⁹¹). Auch die stufenweise Finanzierung mit der damit einhergehenden periodischen Neubewertung dient nicht zuletzt dem Schutz vor Anteilsverwässerung⁶⁹² (*Ratchets, Milestones, Bonus Shares, Earn-out Arrangement*).

Neben dem Schutz der Anteile besteht in Wachstumsunternehmen auch ein besonderes Interesse, die wichtigsten Akteure und immateriellen

sen Elemente einer phasenweisen Finanzierung auf. Vgl. Sahlman (1990) S.513. Bertoutsos et al. (2007) S.3 sprechen in ihrem Beitrag von „*Governance Arbitrage*“ als eigenständigen Werttreiber der PE-Investorenrendite.

688 Zu nennen sind hier beispielsweise Repullo und Suarez (1998), Marx (1998), Cornelli und Yosha (2000), Bascha und Walz (2001a) und Trester (1998).

689 Wöss und Helm (2003) S.329ff und Bernegger und Haimerger (2003) S.205.

690 vgl. Yuk-Shee et al. (1990) S. 366 übernommen in Hendel (2003) S.31. *No de novo* Bestimmungen verhindert eine Neuverhandlung der Beteiligung mit dem bestehenden PE-Investor oder alternativen Investoren und bindet den Unternehmensgründer für die Beteiligungsdauer an den Beteiligungsvertrag auch für den Fall, dass ein besseres Finanzierungsangebot vorliegen sollte.

691 vgl. Sahlman (1990) S.505.

692 Finanztheoretisch stellen die meisten dieser Klauseln Realoptionen für den PE-Investor dar. So kommen vor allem Bonus/Malusregelungen, welche eine Verschiebung der Anteile zwischen Altgesellschaftern und PE Geber bei Erreichen oder Nicht-Erreichen der Meilensteine vorsehen, in Frage. Eine zweite Möglichkeit stellen Verwässerungsklauseln dar, welche dem PE-Investor das Recht einräumen, bei zukünftigen Finanzierungsrunden, welchen eine geringere Unternehmensbewertung zugrunde gelegt wird, nachträglich so gestellt zu werden, als hätte er das Unternehmen zu dieser günstigeren Bewertung erworben. Vgl. Wöss und Helm (2003) S.337.

Vermögenswerte im Unternehmen zu binden. Aus diesem Grund werden meist beidseitige Mitveräußerungspflichten und -rechte bei Veräußerung von Anteilen (*Go-along Rights*⁶⁹³) vereinbart. Für das bestehende Management werden regelmäßig nachvertragliche Wettbewerbsverbote (*Non-compete Clause*⁶⁹⁴) und Veräußerungsbeschränkungen festgesetzt.

Die Bindung der wichtigsten Entscheidungsträger soll im Erfolgsfall ein langfristiges Wachstum ermöglichen. Für den Fall, dass die Unternehmensentwicklung nicht positiv verläuft, enthalten Beteiligungsverträge zumeist wechselseitige Put-/Call-Optionen, welche eine Möglichkeit der vorzeitigen Beendigung der Beteiligung darstellen (*Redemption Rights*).

Der Beteiligungsvertrag ist die rechtliche Grundlage der Geschäftsbeziehung. Als solche beinhaltet er eine Fülle an zusätzlichen Regelungen, die hier nicht im Detail erörtert werden sollen.⁶⁹⁵ Aus *Agency*-theoretischer Sicht sind vor allem sieben besondere Bestimmungen relevant:

- *Exit*-Absprachen zur vorgesehenen Dauer der Beteiligung
- Liquidationspräferenz des PE-Investors (*Liquidation Preference*)
- Anpassungen der Anstellungsverträge der Geschäftsführung/Vorstand
- Regelungen zur Einbringung von Patenten der Altgesellschafter
- Regelungen zur Ausgestaltung von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen
- Regelungen zur Abgeltung und Verpflichtung einer Managementunterstützung seitens des PE-Investors
- Syndikats- bzw. Kooperationsverträge mit Co-Investoren

In einer bemerkenswerten Studie machen Phan und Hill (1995) den Versuch, die Verbesserung der Rentabilität auf die beiden Komponenten Veränderung des Verschuldungsgrades und Erhöhung der Beteiligung des Managements der PU zurückzuführen. Sie kommen zu dem Schluss,

693 vgl. Sahlman (1990) S.504.

694 vgl. Sahlman (1990) S.505.

695 Beteiligungsverträge beinhalten regelmäßig Absprachen zum späteren Exit, eine Liquidationspräferenz für den PE-Investor, Gewährleistungsvereinbarungen, Regelungen zur Einbringung von immateriellen Vermögenswerten, sowie auch die konkreten Vereinbarungen zur Abgeltung der Managementunterstützung durch den PE-Investor. Vgl. Tykvova (2000a), Wöss und Helm (2003) S.329ff. sowie Bernegger und Haimmerger (2003) S.205ff.

dass die Veränderung der Anreizstruktur des Managements insgesamt 69,5% der Verbesserung der Produktivität und 74,3% der Verbesserung der Rentabilität erklärt.⁶⁹⁶ Insgesamt steigt in ihrem *Sample* die Beteiligung des PU-Managements am Unternehmen von 14,2% vor dem *Buyout* auf 35,7% nach dem *Buyout*.⁶⁹⁷

Angesichts der bereits erwähnten Tatsache, dass es sich bei Unternehmensinternationalisierung um eine Sonderform des Unternehmenswachstums mit hohen Risiken, aber auch hohen Renditen handelt, ist anzunehmen, dass eine erhöhte Beteiligung des Managements am Unternehmenserfolg auch zu einem expansiveren Verhalten der Manager führen sollte. Diese Annahme wird auch durch einige spärliche empirische Befunde gestützt.

Die Veränderung der *Governance*-Strukturen beeinflusst neben der Anreizstruktur auch die operative Organisation und Führung in Unternehmen. Es gibt sowohl anekdotische⁶⁹⁸ als auch empirische Anzeichen⁶⁹⁹ dafür, dass das schlankere *Governance*-Modell von PE-Investoren zu effizienterer und unbürokratischer Entscheidungsfindung führt. Dieser Effekt ist insbesondere bei *Spin-Off-Buyouts* und bei *public-to-private*-Transaktionen stark ausgeprägt.⁷⁰⁰ Eine Reihe qualitativer Beiträge liefert außerdem Hinweise darauf, dass es durch den Einstieg eines PE-Investors zu einer Erweiterung der Handlungsmöglichkeiten kommt. Boué (2005) spricht in diesem Zusammenhang etwa von einem passiven *Value-Added* durch den Investor in Form einer Risikoreduktion und einer Erhöhung der Planungssicherheit⁷⁰¹. So beurteilte der Großteil der untersuchten Unternehmen den Gewinn von Handlungsalternativen als weitaus höher als den Verlust von Handlungsfreiraum. Es liegt also nahe, dass Wachstumsanreize in Kombination mit einem höheren Handlungs-

696 vgl. Phan und Hill (1995) S.729.

697 vgl. Phan und Hill (1995) S.724. In einer Untersuchung durch Holthausen und Larcker (1998) S.302 zu „reverse IPOs“, also Unternehmen, die nach einem PE-finanzierten Buyout von der Börse genommen werden (going-private), abermals an die Börse gehen, wurde festgestellt, dass der Anteil der Managementbeteiligung in kurzer Zeit wieder auf das Niveau von 23,74% zurückgeht.

698 vgl. Bertoutsos et al. (2007) S.2 und Landau (2010) S.151.

699 vgl. Geidner (2009) S.258ff.

700 vgl. Landau (2010) S.261f.

701 Boué (2005) S.167.

spielraum zu einem schnelleren Wachstum bzw. zu einer schnelleren Internationalisierung führen.

Die zeitgenössische *International Business*-Forschung hat die konkrete Rolle von *Governance* in der Internationalisierung bisher weitgehend ignoriert.⁷⁰² Es existieren nur wenige empirische Studien über die Wirkung von *Governance*-Strukturen auf die Internationalisierung von PU.

George et al. (2005) weisen in Anlehnung an den *Property Rights*-Ansatz einen positiven Effekt externer Eigentümer (insbesondere Venture und PE-Kapitalgeber) auf die Internationalisierung von kleinen und mittleren Unternehmen nach.⁷⁰³ Demnach erhöhen externe Eigentümer die Risikobereitschaft dieser Unternehmen und fördern somit den Schritt ins Ausland.⁷⁰⁴ Filatotchev et al. (2007) konzentrieren sich in ihrer Studie auf ausländische Investoren und weisen in diesem Zusammenhang ebenso eine positive Wirkung auf die Exportintensität des PU nach.⁷⁰⁵

Aus der Betrachtung der vertraglichen *Governance*-Mechanismen lassen sich die Hypothesen 2a und 2b generieren:

- Der PE-Investor implementiert eine stark wachstumsorientierte Anreizstruktur (stufenweise Finanzierung, Vertretung im Aufsichtsrat, Managementbeteiligung) und fördert daher das Wachstum und insbesondere die Internationalisierung des PUs (*H2a_wii*).
- Der PE-Investor implementiert vertragliche Kontroll- und Interventionsrechte, welche es ihm ermöglichen korrigierend bei der nicht Erreichung von Wachstumszielen zu intervenieren und so das Wachstum und insbesondere die Internationalisierung erhöhen (*H2b_wii*).

Im Bereich der vertraglichen *Governance* verdienen drei Besonderheiten der PE-Finanzierung eine detaillierte Betrachtung, da diese vertraglichen

702 Auch Bowe et al. (2010) S.436 kritisierten jüngst: „...incentivization through appropriate financial contracting arrangements, both internal and external to the MNE, has been largely ignored in IB literature.“

703 Allerdings konnte in der Studie nur ein signifikanter Zusammenhang zwischen externen Eigentümern und dem Internationalisierungsausmaß, nicht aber mit der geographischen Ausdehnung nachgewiesen werden. Vgl. George et al. (2005) S.210ff.

704 vgl. Admati und Pfleiderer (1994) S.394 und George et al. (2005) S.226f.

705 vgl. Filatotchev et al. (2007) S.1133.

Ausgestaltungen einen starken Einfluss auf die Anreize des PU-Managements haben und somit auf die Wachstumsorientierung und die Internationalisierung.⁷⁰⁶ Im Konkreten sollen in den folgenden drei Unterkapiteln die stufenweise Finanzierung (Unterkapitel 4.3.3.2.1) die Vertretung im Aufsichtsrat (Unterkapitel 4.3.3.2.2) sowie die Beteiligung des Managements am Unternehmenserfolg (Unterkapitel 4.3.3.2.3) detailliert besprochen werden.

4.3.3.2.1. *Stufenweise Finanzierung (staging)*

Wie in Unterkapitel 2.4.1.2.1 gezeigt, machen PE-Geber in der Regel die weitere Finanzierung eines PUs vom Erreichen vorher definierter Meilensteine abhängig. In der Regel werden dem PE-Investor im Beteiligungsvertrag besondere Rechte eingeräumt, die es ihm erlauben, auf Basis dieser Meilensteine eine weitere Finanzierung zu verweigern oder im Erfolgsfall weitere Investitionen zu tätigen.⁷⁰⁷ Die stufenweise Finanzierung schafft starke Anreize zur Unternehmenswertsteigerung und in weiterer Folge zu Wachstum und Internationalisierung.

Auf diese Weise kann aber auch das Risiko des Investors reduziert und das Kapital auf die erfolgreichen PU konzentriert werden. Ziel dieser erfolgsabhängigen Finanzierung ist es,

- Performance Anreize für das Management zu schaffen und *Agency-Kosten* zu vermeiden,⁷⁰⁸
- die internen und externen Risiken der Beteiligung durch Staffellung der Kapitalzufuhr zu reduzieren⁷⁰⁹ und
- die Problematik der asymmetrischen Information zu reduzieren, indem die Investitionsentscheidung teilweise auf einen späteren Zeitpunkt verschoben wird.⁷¹⁰

Finanztheoretisch stellt die stufenweise Finanzierung für den PE-Investor eine Realoption zum Abbruch der Beteiligung dar.⁷¹¹ Sollte sich

706 vgl. Butler (2001) S.143.

707 Diese Vertragsvereinbarungen werden auch „*Right of First Refusal*“ und „*Pre-emptive Right*“ genannt. Vgl. Hendel (2003) S.45.

708 vgl. Admati und Pfleiderer (1994) S.390, Darwin (1999) und Krohmer et al. (2009) S.1598.

709 vgl. Cossin et al. (2002) S.19.

710 vgl. Hendel (2003) S.42.

711 vgl. Sahlman (1990) S.506.

das Unternehmen nicht wie gewünscht entwickeln, erfolgt keine weitere Kapitalzufuhr und die Vergangenheitskosten der Investition (*Sunk Costs*) bleiben auf bereits stattgefundene Finanzierungsrunden begrenzt. Aber auch Unternehmensgründer schützt die stufenweise Finanzierung bzw. die mit jeder weiteren Finanzierungsstufe einhergehende Neubewertung des Unternehmens vor einer übermäßigen Verwässerung der Anteile. Der in weiteren Finanzierungsrunden höhere Preis für Anteile reflektiert hierbei die positive Entwicklung des Unternehmens und die sinkenden internen und externen Risiken der Beteiligung.⁷¹² Im Falle eines Verfehlens der Meilensteine sinkt die Bewertung neuer Anteile. Die damit einhergehende Verwässerung der Unternehmensanteile der Gründer bewirkt eine Disziplinierung und schützt den PE-Investor vor überzogenen, unrealistischen Businessplänen durch die Unternehmensgründer.⁷¹³ Zwischen den Finanzierungsrunden bietet die stufenweise Finanzierung gleichzeitig den Anreiz für den Unternehmensgründer, das überlassene Kapital effizient einzusetzen, da jede weitere Finanzierungsrunde seinen Anteil am Unternehmen verwässern wird.⁷¹⁴ Baker und Montgomery (1994) wählen einen interessanten Ansatz und kontrastieren die *Governance*-Struktur eines Industriekonglomerates⁷¹⁵ mit jener eines Portfolios eines *Buyout*-Fonds. Sie kommen zum Schluss, dass die performanceabhängige Neuverhandlung der Eigenkapital- und Fremdkapitalkonditionen das entscheidende Unterscheidungsmerkmal darstellen:

„Thus, the process of ‘doing the deal’ – generating projections, structuring the balance sheet, securing financing – has an important consequence: it puts in place an operating budget with large rewards for success and strong sanctions for failure.”⁷¹⁶

712 vgl. Hendel (2003) S.42.

713 vgl. Sahlman (1990) S.510.

714 vgl. Sahlman (1990) S.507.

715 vgl. Baker und Montgomery (1994) S.22ff. Andere Autor/innen vergleichen PE-Portfolios mit „*Multibusiness-Firmen*“. Landau (2010) S.91ff.

716 Baker und Montgomery (1994) S.22. Auch Gottschalg und Meier (2005) stellen in einem Beitrag PE-Fonds Konglomeraten gegenüber.

Demnach findet ein großer Teil der Wertschöpfung bzw. die genaue Übereinkunft über die zukünftige Wertschöpfung im Rahmen der Vertragsverhandlungen statt.⁷¹⁷

Zusätzlich zur Anreizsetzung durch stufenweise Finanzierung werden im Beteiligungsvertrag weitere vertragliche *Governance*-Instrumente vereinbart. In den beiden folgenden Unterkapiteln 4.3.3.2.2 und 4.3.3.2.3 sollen zwei der in der PE-Literatur am häufigsten untersuchten *Governance* Vereinbarungen untersucht werden. Es sind dies die Repräsentation des PE-Investors im Aufsichtsrat des PU und die Beteiligung des PU-Managements am PU.

4.3.3.2.2. *Vertretung im Aufsichtsrat*

Es ist üblich, dass Vertreter/innen des PE-Gebers verhältnismäßig viele Sitze im Aufsichtsrat des PUs sowie besondere Eingriffsrechte eingeräumt werden.⁷¹⁸ Die Mitarbeit im Aufsichtsrat des PU bietet dem PE Investor Kontroll- und Einflussmöglichkeiten und in letzter Konsequenz die Möglichkeit das Wachstum und die Unternehmensinternationalisierung voranzutreiben.

Rosenstein et al. (1990) untersuchen den im PU empfundenen Nutzen von PE-Vertreter/innen im Aufsichtsrat und kommen zu dem Schluss, dass der empfundene Beitrag nur bei Vertreter/innen sehr renommierter PE-Fonds signifikant höher ist als bei gewöhnlichen Aufsichtsräten⁷¹⁹. Fried et al. (1998) führen eine ähnliche Studie durch und vergleichen den Wertbeitrag von PE-Vertreter/innen mit jenem von Aufsichtsräten kotierter Unternehmen und finden einen signifikanten Unterschied zu Gunsten der PE-Vertreter/innen.⁷²⁰ Des Weiteren weisen PE-finanzierte Unternehmen signifikant kleinere Aufsichtsräte auf und beteiligen sich in

717 Aus diesem Grund wird im Rahmen des Wirkungsmodells auch zwischen vertraglicher *Governance* und dem Monitoring der Beteiligung unterschieden.

718 vgl. Singh (1990) S.126 und Cotter und Peck (2001) S.101. Vor allem Rosenstein war einer der ersten Forscher, der in einer Reihe von Beiträgen die Vertretung von PE-Investoren im Aufsichtsrat ihrer PU untersuchten. Hervorzuheben sind seine drei Beiträge Rosenstein (1988), Rosenstein et al. (1990), Rosenstein et al. (1993).

719 vgl. Rosenstein et al. (1990) S.238.

720 vgl. Fried et al. (1998) S.493. Der höhere Aktivismus von PE-Aufsichtsratsvertretern wird auch in der Studie von Acharya et al. (2009b) S.50 bestätigt.

höherem Ausmaß an der Strategieformulierung des Unternehmens. Einen Zusammenhang zwischen der Anzahl der im Aufsichtsrat vertretenen PE-Manager/innen und der bei einem IPO erzielten Unternehmensbewertung finden Jain und Kini (1995). Ihre Ergebnisse deuten darauf hin, dass das durch den PE-Investor verübte *Monitoring* die Performanceerwartungen der Investoren erhöht.

Bygrave und Timmons (1992) unterscheiden drei unterschiedliche Rollen des PE-Investors im Aufsichtsrat⁷²¹:

- strategische unterstützende Rolle („*Sounding Board, Business Consultant, Financier*“),
- sozial unterstützende Rolle („*Coach/Mentor, Friend/Confidant*“) und
- Netzwerker Rolle („*Management Recruiter, Professional Contact, Industry Contact*“)

Insbesondere die strategische Rolle der PE-Vertreter/innen und die Rolle als *Sounding Board* finden bei den untersuchten Unternehmen starke Zustimmung.⁷²² In einer Studie weisen Carpenter et al. (2003) allerdings einen negativen Zusammenhang nach. Nur wenn der Finanzinvestor durch einen international erfahrenen Partner im Aufsichtsrat des PU vertreten ist, ist ein positiver Effekt auf die Internationalisierung nachzuweisen.⁷²³ Insgesamt legen die bisherigen Erkenntnisse nahe, dass die Vertretung des PE-Investors im Aufsichtsrat des PU nicht nur eine kontrollierende Funktion, sondern darüber hinaus einen positiven Wertbeitrag beinhalten könnte. Diese Einschätzung teilen auch Bruining et al. (2004):

„*The venture capitalists represented on the supervisory board show more involvement post-MBO with the company than the representatives of the parent company pre-MBO. Their sounding board function, personality and business experience influence their openness to exchange ideas with the management team on how the operations are progressing in the company's profit centers. Ra-*

721 Bygrave und Timmons (1992) S.218ff.

722 Diese Zustimmung wird in weiteren Studien durch Sapienza und Gupta (1994), Sapienza et al. (1996), De Clercq und Sapienza (2002), Lockett et al. (2008) und bestätigt.

723 vgl. Carpenter et al. (2003) S.812f.

ther than imposing a monitoring system on management, this suggests that diagnostic controls are developed between the two parties."⁷²⁴

Als letzte, hier detailliert zu analysierende vertragliche *Governance*-Maßnahme, verbleibt die Beteiligung des PU-Managements am Erfolg bzw. am Unternehmenswert.

4.3.3.2.3. Beteiligung des Managements am Unternehmenserfolg

Eine Vielzahl an Studien bestätigte die weit verbreitete Annahme, dass dem Management der PU im Laufe einer PE-Beteiligung ein verhältnismäßig überproportionaler Eigentumsanteil eingeräumt wird.⁷²⁵ Dementsprechend profitiert das Management der PU überproportional von einer Unternehmenswertsteigerung.⁷²⁶ Sowohl das einfache Wachstum als auch die Internationalisierung bieten hierbei Möglichkeiten für das Management den Unternehmenswert zu steigern und somit eine Wertsteigerung ihrer Eigentumsanteile herbeizuführen.

Gemäß der *Agency*-Theorie führen starke Eigentumsrechte, wie in der PE-Branche üblich,⁷²⁷ seitens des *Agenten* zu einer Interessenskongruenz und somit zu einer Verringerung der *Agency*-Konflikte. Die *Agency*-Theorie geht in dieser Annahme davon aus, dass in diesem Fall die Interessen zwischen *Principal* und *Agent* gleichgeschaltet sind und sich somit der notwendige Kontrollaufwand seitens der Eigentümer reduziert. Allerdings liegt der Annahme auch zugrunde, dass *Principal* und *Agent* nicht nur die gleichen Ziele verfolgen, sondern sich auch über die notwendigen Maßnahmen zur Zielerreichung einig sind.⁷²⁸ Die starke Mit-

724 Bruining et al. (2004) S.166.

725 Zu nennen sind hierbei beispielsweise Thompson et al. (1992) S.413, Phan und Hill (1995) S.732, EVCA (2002a) S.14, Bruton et al. (2002) S.716, Weir et al. (2005b) S.909, Leslie und Oyer (2008) S.18, Brettel et al. (2008) S.74, Acharya et al. (2009a) S.33 sowie Geidner (2009) S.244.

726 Das begünstigte Verhältnis zwischen Kapitalaufwand und Eigenkapitalanteil des Managements im Vergleich zum Kaufpreis des Investors wird in der PE-Branche als *Envy Ratio* bezeichnet. Ein numerisches Beispiel findet sich in Brettel et al. (2008) S.75.

727 Leslie und Oyer (2008) S.18 ermitteln, dass im Vergleich zum Management kotierter Unternehmen CEOs von PE/VC-finanzierten Unternehmen fast doppelt so hohe Eigentumsrechte an den von ihnen geführten Unternehmen haben.

728 vgl. Sapienza und Gupta (1994) S.1620ff.

wirkung von PE-Investoren kann daher *Agency*-Konflikte auslösen, auch wenn perfekte Zielkongruenz besteht.

In einem konzeptionellen Vergleich zwischen Portfolios von LBO-Fonds und klassischen Industriekonglomeraten weisen Baker und Montgomery (1994) noch auf eine weitere, entscheidende Besonderheit von PE-Beteiligungen hin. Im Unterschied zu Konglomeraten besteht bei PE gehaltenen Unternehmen durch die *Exit*-Orientierung des Fonds sozusagen ein Liquiditätsversprechen und die Sicherheit, dass es in absehbarer Zeit zu einer Neubewertung des Unternehmens kommen wird. Je nach Entwicklung des Unternehmenswertes wird diese Neubewertung des Unternehmens die Anteile des Managements entweder verwässern oder im Wert steigern.⁷²⁹

Die Interessen der Investoren werden mit jenen des Managements in Einklang gebracht und die doppelseitige *Moral Hazard*-Situation wird aufgelöst, indem klare Anreizstrukturen geschaffen werden.⁷³⁰ In Bezug auf das Unternehmenswachstum legen *Agency*-theoretische Überlegungen daher einen positiven Effekt einer steigenden Managementbeteiligung nahe.⁷³¹

4.3.3.3. Monitoring

Schon Gorman und Sahlman (1989) zeigten, dass VC-Kapitalgeber gut 50% ihrer Zeit für das *Monitoring* ihrer Beteiligungsunternehmen aufbringen.⁷³² Auch die befragten Unternehmen geben in den meisten Studien an, dass sich die Kontrollintensität erhöht und die Reaktionszeit auf Abweichungen der prognostizierten Finanzkennzahlen verkürzt.⁷³³

Das Beteiligungs-*Controlling* stellt das zentrale Wertsteigerungsinstrument für den PE-Investor dar.⁷³⁴ Die Kapitalzufuhr wird in der Regel an das Erreichen gewisser operationaler Meilensteine geknüpft und in meh-

729 vgl. Baker und Montgomery (1994) S.16.

730 vgl. Holmstrom und Milgrom (1991) S.24ff.

731 In einer Studie von Guo et al. (2007) S.20 zu LBOs konnte dieser Zusammenhang empirisch nicht bestätigt werden.

732 vgl. Gorman und Sahlman (1989) S.231ff. Hierbei bestehen starke Unterschiede zwischen Investoren mit unterschiedlichen Beteiligungsmanagementstrategien (hands-on vs. hands-off). Vgl. KPMG (2002) S.3.

733 vgl. Geidner (2009) S.220.

734 vgl. Geidner (2009) S.115.

renen Tranchen vorgenommen.⁷³⁵ Hierzu installieren PE-Investoren ein umfangreiches formelles Berichtssystem und halten regen Kontakt mit den Beteiligungsunternehmen aufrecht.⁷³⁶ In seiner Gesamtheit führt das Reporting und *Controlling* zu verbesserten Informationsverarbeitung und in Zusammenhang mit den Kontroll- und Interventionsrechten des PE-Investors zu einem schnelleren Unternehmenswachstum und einer schnelleren Internationalisierung (*H3a*).

Geidner (2009) untersucht die Veränderung des Beteiligungs-*Controlling* und kommt zu dem Schluss, dass nach dem Einstieg des Investors eine Verschiebung der Schwerpunkte von Umsatz und EBIT-Kennzahlen auf EBITDA und vor allem *Cash-Flow*-orientierten Finanzkennzahlen stattfindet, die sich insbesondere auf die Innenfinanzierungskraft des Unternehmens beziehen.⁷³⁷ Auch Gietl et al. (2008) und Bruining und Wright (2002) attestieren eine Verstärkung des unternehmerischen Handelns und eine Verbesserung der Kommunikations- bzw. Entscheidungsprozesse, welche über den Kontrollaspekt hinaus auch eine indirekt positive Auswirkung auf das Wachstum und die Internationalisierung des PU haben (*H3b*).⁷³⁸ Auch Landau (2010) sieht die Verbesserung der Managementinfrastruktur als einen entscheidenden Wertbeitrag des PE-Investors und stützt diese Einschätzung mit exemplarischen Zitaten von PU-Manager/innen.⁷³⁹

Zusätzlich werden von den VC/PE-Investoren monetäre Anreizstrukturen implementiert, die ein Wachstum des Unternehmens unterstützen

735 Die Literatur zum Thema Staging ist reichhaltig. Zu nennen sind beispielsweise die Beiträge von Barry (1994), Gompers (1995), Bergemann und Hege (1998), Darwin (1999), Cornelli und Yosha (2000), Birmingham et al. (2002), Kockesen und Ozerturk (2002), Bigus (2006) und Hsu (2011).

736 In der Studie von Ruppen (2002) S.167 berichtete die Mehrheit der PU einmal monatlich schriftlich und einmal wöchentlich telefonisch. Eine umfangreiche Umfrage zum operationalen Monitoring durch PE-Investoren findet sich in KPMG (2002) S.3f. Als kritische Erfolgsfaktoren im Monitoring wurden in der Umfrage Effektivität, formelle und informelle Kommunikation, Schnelligkeit der aktiven Intervention, zuverlässige und zeitgerechte Managementinformation und Zugang zu den richtigen Fähigkeiten, wenn es die Situation erfordert, genannt.

737 vgl. Geidner (2009) S.192.

738 vgl. Gietl et al. (2008) S.44 und Bruining und Wright (2002) S.165f.

739 vgl. Landau (2010) S.154f.

sollen.⁷⁴⁰ Durch Ihre *Exit*-Orientierung haben VC und PE-Geber ein Interesse daran, dass die PU möglichst schnell wachsen und zumindest ein kleiner Teil der PU an die Börse gebracht werden kann.⁷⁴¹ Im Falle eines Verfehlens der definierten Meilensteine werden dem Kapitalgeber in der Regel gewisse Absetzungsrechte gegenüber dem Management eingeräumt.⁷⁴²

Der empirische Nachweis eines positiven Effektes von *Monitoring* auf die Performance des PUs gestaltet sich schwierig. Während MacMillan et al. (1989) eine positive Korrelation attestieren, weisen Wijbenga et al. (2007) sogar einen negativen Effekt nach, wenn das *Monitoring* zu intensiv betrieben wird und daher vom PU als Belastung empfunden wird.⁷⁴³

Lockett et al. (2008) machten einen ersten Versuch, *Monitoring* in einen direkten Zusammenhang mit der Internationalisierung von PU zu bringen und wiesen eine entscheidende Rolle des *Monitoring* insbesondere im Bereich von Spätphasenfinanzierungen nach.⁷⁴⁴ In einem aufwendig gestalteten Strukturgleichungsmodell konnten Meier et al (2006a) innerhalb einer gesamteuropäischen Stichprobe von *later-stage Buyouts* einen signifikant positiven Einfluss der durch PE-Investoren implementierten Informationssysteme auf die operative Performance der PU nachweisen.⁷⁴⁵ Demnach liefern die Qualitätssteigerung der Informationen sowie die häufige Interaktion mit dem Investor eine bessere Entscheidungsgrundlage und ermöglichen ein effizienteres Management.

Aus der laufenden Kontrolle ergeben sich die Hypothesen 3a und 3b.

- Der PE-Investor implementiert Reporting und *Controlling*-Prozesse und fördert daher das Unternehmenswachstum und insbesondere die Internationalisierung (*H3a_wi*).
- Das *Monitoring* durch den PE-Investor trägt zu einer Professionalisierung des Unternehmens bei, welche ihrerseits wieder effiziente-

740 vgl. Gompers (1995) S.1461.

741 vgl. Davila et al. (2003) S.6.

742 vgl. Hellmann (1998) S.57ff.

743 vgl. Wijbenga et al. (2007) S.257ff.

744 vgl. Lockett et al. (2008) S.39ff.

745 vgl. Meier et al (2006a) S.1050. In der Studie von Gervasoni et al. (2001) S.25 gaben 54% der Fondsmanager die Installation professioneller Reporting Systeme als wichtigste Aufgabe des PE-Fondsmanagements an.

res Wachstum und insbesondere eine schnellere Internationalisierung ermöglicht (*H3b_w1*).

Als letzte Funktion des PE-Investors ergibt sich die Unterstützungsfunktion. Dabei erbringt der Investor freiwillig Mehrwerteleistungen und unterstützt das Unternehmen proaktiv. Auf diese *Value-Added-Services* soll im abschließenden Unterkapitel 4.3.4 näher eingegangen werden.

4.3.4. Unterstützungsfunktion (*Value-Added-Services*)

4.3.4.1. Theoretische Grundlagen zu VAS

Managementunterstützung stellt eines der zentralen Merkmale von PE-Finanzierungen dar und beinhaltet in diesem Sinne sowohl interne Wertbeiträge, aber auch die Beiziehung von externen Ressourcen durch den PE-Investor, ein Aspekt, der in der bisherigen Forschung oft vernachlässigt wurde.⁷⁴⁶ Die Managementunterstützung kann formell oder informell erfolgen und sowohl fachlicher, als auch methodischer Natur sein.⁷⁴⁷

PE wird oft als „*Smart Money*“⁷⁴⁸ oder als „*Value-Added*“⁷⁴⁹ Finanzierung bezeichnet. Während *Monitoring* und *Governance* zwei sich gegenseitig ergänzende Komponenten darstellen, werden unter *Value-Added-Services* alle weiteren Hilfestellungen und positiven Effekte von Risikokapitalgebern auf die PU zusammengefasst. Diese Dienstleistungen basieren nicht unbedingt auf vertraglichen Vereinbarungen (*Governance*) oder auf laufender Kontrolle des operativen Geschäftes (*Monitoring*). Im Gegensatz dazu handelt es sich bei *Value-Added-Services* weniger um reaktive Einflussnahme, sondern vielmehr um aktive Zurverfügungstellung wertsteigernder Ressourcen durch den Investor.

Im Vordergrund steht dabei die beidseitige Freiwilligkeit im Sinne des *Coaching-Ansatzes*.⁷⁵⁰ Es ist hierbei anzumerken, dass auch hier eine genaue Abgrenzung zu den anderen Komponenten in vielen Fällen nicht

746 vgl. Kranz (2008) S.9ff.

747 vgl. Kranz (2008) S.19ff.

748 Lange et al. (2001), Hofer (2007) und Sorensen (2007) hinterfragen diesen Anspruch sogar in den Titeln ihrer Beiträge.

749 vgl. Busenitz et al. (2004) S.787.

750 vgl. Kranz (2008) S.16 sowie Hendel (2003) S.32.

trennscharf möglich ist. In seiner richtungsweisenden Studie zeigen MacMillan et al. (1989), dass sich ein PE-Geber über klassisches Beteiligungs-*Controlling* hinaus in die strategische Ausrichtung, die operative Tätigkeit des Unternehmens, die Finanzierung sowie Personalentscheidungen einbringt.⁷⁵¹ Durch seine *Exit*-Orientierung hat der PE/VC-Kapitalgeber starke Anreize, den Unternehmenswert innerhalb der Halteperiode zu maximieren. Hierzu ist auch der Anreiz, die Internationalisierung des Unternehmens voranzutreiben zu zählen, welcher in mehreren Studien ein stark positiver Einfluss auf den Unternehmenswert nachgewiesen wurde.⁷⁵² Allerdings bestehen hierbei, wie in zahlreichen Studien nachgewiesen, unterschiedliche Ansätze und Grade an operativer Unterstützung.⁷⁵³ Schefczyk (2000b) unterteilt diese nach der Organisationsform der Managementunterstützung in formelle Gremienarbeit, inhaltsorientierte Beratung und Übernahme von Linienaufgaben, wobei die Organisationsform während der Beteiligungsdauer des Unternehmens verändert werden kann, wenn Bedarf besteht. Außerdem kommt er zu dem Ergebnis, dass der Bedarf an Beratung im engeren Sinne in den späteren Phasen der Unternehmensentwicklung, insbesondere der Internationalisierung, besonders hoch ist.⁷⁵⁴

Im Gegensatz zu der finanztheoretischen Fundierung der Finanzierungsfunktion und der *Agency*-theoretischen Kontroll- bzw. Anreizfunktion müssen für eine Ableitung eines Zusammenhanges zwischen den von den Investoren bereitgestellten Dienstleistungen und den Auswirkungen auf das Wachstum und die Internationalisierung andere theoretische Perspektiven eingenommen werden. Gängige Ansätze in der Literatur hierzu finden sich insbesondere in

- der ressourcenbasierten Sichtweise des Unternehmens (Unterkapitel 4.3.4.2) und
- der modernen Netzwerktheorie der Internationalisierung (Unterkapitel 4.3.4.3) die folgend kurz umrissen werden sollen.

751 vgl. MacMillan et al. (1989) S.27ff.

752 vgl. Gande et al. (2009) S.1528.

753 Stellvertretend seien hierbei die Beiträge von MacMillan et al. (1989), Sapienza et al. (1994) und Dimov und De Clercq (2006) genannt.

754 vgl. Schefczyk (2000b) S.29 sowie Schefczyk und Gerpott (1998) S.143ff.

4.3.4.2. Die ressourcenbasierte Sicht des Unternehmens

Die *Resource Based View*⁷⁵⁵ ist ein neueres theoretisches Fundament zur Analyse der PE-PU-Beziehung und liefert zahlreiche Anknüpfungspunkte zur Ableitung eines möglichen Wirkungszusammenhangs.⁷⁵⁶ Grundansatz der Theorie ist, dass der Unternehmenserfolg oder -misserfolg durch die idiosynkratische Verteilung der Ressourcen zu erklären ist.⁷⁵⁷ Voraussetzung für die Werthaltigkeit von Ressourcen für Unternehmen ist, dass diese selten, nicht imitierbar, wertvoll und nicht substituierbar sind.⁷⁵⁸ Als mögliche Ressourcen kommen finanzielle, materielle und immaterielle (insb. Humanressourcen, immaterielle Vermögensgegenstände und organisationale) Ressourcen in Frage.⁷⁵⁹

Aktive Investoren stellen externe Ressourcen zur Verfügung, auf die das Unternehmen zurückgreifen kann, um einen nachhaltigen Wettbewerbsvorteil zu erzielen.⁷⁶⁰ In der PE-Literatur wurde eine Reihe dieser Faktoren untersucht:

- internationales Humankapital⁷⁶¹
- internationales *Know-How* und Erfahrung⁷⁶²
- internationale Geschäftsbeziehungen zu Banken, anderen PU, Zulieferern, Beratungsunternehmen etc.⁷⁶³
- internationale Reputation⁷⁶⁴

755 Zu den wichtigsten Vertreter/innen der Resource Based View gehören Penrose (1959), Barney (1991), Conner und Prahalad (1996) und Peng (2001). Meier et al. (2006b) untersuchen die Investor PU-Beziehung aus einer Resource Dependence Perspektive. Eine umfassende Analyse der PE Wertschöpfung aus einer Resource Based View findet sich in Landau (2010) S.105.

756 vgl. Landau (2010) S.84.

757 vgl. Landau (2010) S.85.

758 vgl. Barney (1991) S.99.

759 vgl. Landau (2010) S.115.

760 vgl. Lockett et al. (2008) S.39.

761 Die ausführlichste Untersuchung stellt Zahra et al. (2007) dar.

762 Zu nennen sind Higashide und Birley (2000), Shepherd und Zacharakis (2002), Shepherd et al. (2003) und Fernhaber und McDougall-Covin (2009).

763 Über die Rolle von durch den PE-Investor eröffnete Netzwerkkontakte gibt es überraschend wenige Untersuchungen. De Clercq und Sapienza (2006) S.330ff und Zahra et al. (2007) S.317ff berücksichtigen aber in einer etwas breiteren Interpretation „*relational capital*“ als einen möglichen Wertbeitrag des Investors.

764 Fernhaber und McDougall-Covin (2009) S.277ff untersucht beispielsweise die vom PE-Investor eingebrachten Know-How und reputationalen Ressourcen im Rahmen der Internationalisierung.

Von besonderem Wert im Rahmen der Internationalisierung sind immaterielle Vermögenswerte (insb. *Knowledge Based Resources*), da diese in einem internationalen Kontext einen nachhaltigen Wettbewerbsvorteil erlauben und durch inländische und ausländische Konkurrenten nur schwer imitierbar sind.⁷⁶⁵ Dem PE-Investor kommt bei der Formulierung einer Internationalisierungsstrategie eine entscheidende Bedeutung zu (*H4a*). Ein im Rahmen der Dissertation von Landau (2010) durchgeführtes Experteninterview zur Einflussnahme von PE-Investoren lieferte folgendes Zitat, welches die Beteiligung des PE-Investors an der Formulierung einer Internationalisierung illustriert:

Der PE-Investor „hat ein großes Netzwerk und kann für eine Internationalisierung von Unternehmen dem Management die richtigen Sparringpartner zur Seite stellen. Wir stellen dem Portfoliounternehmen bei der angestrebten Expansion zum Beispiel nach Polen oder Russland zwei Leute aus dem jeweiligen Sektor zur Seite.“⁷⁶⁶

Der Grad an *Know-How* und Erfahrung, den der PE-Investor bereitstellen kann, steht im direkten Zusammenhang mit seinen bisherigen Erfahrungen und mit seinem branchenspezifischen *Know-How* (*H4b*).⁷⁶⁷ Wie bereits im Rahmen der Finanzierungsfunktion erwähnt ist auch von einer positiven Wirkung der Reputation des PE-Investors auf weiter, nicht Finanzierungsbezogene, Stakeholder auszugehen (*H4c*). Mäkelä (2004) hebt hierbei insbesondere die Rolle von lokalen PE-Investoren innerhalb von Syndikaten hervor, die *Local Organizing Knowledge* zur Verfügung stellen und auf diese Weise einen Wertbeitrag leisten.⁷⁶⁸ Das Zitat zeigt darüber hinaus den Wert des internationalen Netzwerkes des PE Investors für das Wachstum und die Internationalisierung des PU. Auf dieses kann der PE-Investor bei der Besetzung von Schlüsselpositionen in den PU zugreifen, oder zur Initiierung oder Akquisition wertvoller Kooperationen oder externer Partnerschaften verwenden (*H4e*).

765 Dieser Argumentation folgen auch Bloodgood et al. (1996) S.64f, Nahapiet und Ghoshal (1998) S.260, Kotha et al. (2001) S.771ff und Westhead et al. (2001) S.338f.

766 Landau (2010) S.147.

767 Wenngleich Landau (2010) S.331 keinen direkten Zusammenhang zwischen Wertbeitrag und der Höhe des Verständnis des Investors für das Geschäft des PU nachweisen kann.

768 vgl. Mäkelä (2004) S.28.

Das internationale Netzwerk des PE-Investors ist auch bei der Personalbesetzung von Wert (*H4d*).⁷⁶⁹ Zu den wichtigsten strategischen Wertbeiträgen des PE-Investors gehören laut der Studie von Landau (2010) das Mitwirken bei der Definition grundlegender Ziele, das Mitwirken bei der Strategieentwicklung und das Vorantreiben von Akquisitionen, Desinvestitionen und Allianzen. Die Einflussnahme auf Ebene der operativen Geschäftsprozesse wird jedoch von den befragten Unternehmen als relativ gering eingeschätzt.⁷⁷⁰

Gietl et al. (2008) stellen fest, dass in jüngster Vergangenheit PE-Investoren zunehmend Führungskräfte großer Industrieunternehmen als Partner aufnehmen, die bei der Strategiefindung und Umsetzung der Internationalisierung kleinerer PU einen positiven *Value Added* leisten können.⁷⁷¹ Wiersema und Liebeskind (1995) zeigen in ihrer Studie, dass in *Buyout*-Unternehmen eine strategische Fokussierung stattfindet und PUs periphere Unternehmensbereiche veräußern.⁷⁷²

Eine rezente Studie im Bereich *Value-Added-Services* und ihren Einfluss auf die Internationalisierung von PU lieferten Fernhaber und McDougall-Covin (2009). Auf Basis der *Resource Based View* wiesen sie eine positive Reputationswirkung sowie einen signifikanten Zusammenhang zwischen dem internationalen *Know-How* des Kapitalgebers und der Internationalisierung nach.⁷⁷³

Eine besondere Rolle spielen im Bereich der PE/VC-finanzierter Unternehmen auch externe Ressourcen, die durch den Investor eingebracht werden. Angesichts der beschränkten Personal- und Zeitressourcen ist es branchenüblich, externe Ressourcen zum Beispiel von Beratern (insb. Industrieexperten, Personal- und Unternehmensberater) zuzukaufen. Die Rolle von externen Ressourcen wurde in einigen Studien bestätigt.⁷⁷⁴

769 vgl. Bertoni et al. (2010) S.5.

770 vgl. Landau (2010) S.252f.

771 vgl. Gietl et al. (2008) S.16.

772 Dementsprechend liefert die Studie auch einen negativen Effekt des PE-Investors auf Beschäftigung und Umsatzerlöse. Vgl. Wiersema und Liebeskind (1995) S.447.

773 vgl. Fernhaber und McDougall-Covin (2009) S.289f.

774 Beispielfhaft im deutschsprachigen Raum seien an dieser Stelle die Dissertationen von Kranz (2008) S.140ff und die umfassenden Untersuchungen von Meier

Den Überlegungen der ressourcenbasierten Sichtweise folgend können daher Hypothese 4a bis 4c hergeleitet werden:

- PE-Investoren beteiligen sich aktiv an der Formulierung einer Unternehmensstrategie und fördern damit das Unternehmenswachstum und insbesondere die Internationalisierung (*H4a_w1*).
- PE-Investoren bringen wertvolle Brancheninformationen und Erfahrungen in das Unternehmen ein und fördern somit das Wachstum und insbesondere die Internationalisierung des PU (*H4b_w1*).
- Die Reputation des PE-Investor leistet einen Beitrag zur Kundenakquisition und erleichtert das Wachstum und insbesondere die Internationalisierung (*H4c*).

4.3.4.3. Die moderne Netzwerktheorie der Internationalisierung

Die Beziehung zwischen Investor und PU ist aber nicht unbedingt eine ausschließlich dyadische, sondern bezieht weitere wichtige Akteure mit ein, die einen positiven Beitrag zur Internationalisierung leisten können. Es erscheint daher sinnvoll, die ressourcenbasierte Sichtweise um eine *netzwerktheoretische* Sichtweise⁷⁷⁵ zu ergänzen. Dass Netzwerke einen wertvollen Beitrag zur Internationalisierung leisten können, zeigte bereits die Netzwerktheorie der Internationalisierung.⁷⁷⁶ PE-Kapitalgeber verfügen über ein breites Netzwerk an PU,⁷⁷⁷ Beratern, anderen Risikokapitalgebern und Banken. Bereits 1988 stellte Bygrave (1988) fest:

et al. (2006a) S.1052ff genannt. In einer Umfrage zu dem Thema befragt Bergauer (2008) S.343 PE-Investoren nach den konkret hinzugezogenen Beratern. Dem Ergebnis nach stehen insbesondere Einkaufs- und Supply Chain-Spezialisten (71% und 67%) aber auch Marketing (46%), Produktion (38%), Controlling (38%) sowie Geschäftsfeldentwicklung (38%) hoch im Kurs.

775 Eine umfangreiche Literaturanalyse zur Rolle von Netzwerken im Internationalisierungsprozeß stellen Provan et al. (2007) dar.

776 Die Netzwerktheorie der Internationalisierung ist eigentlich nicht als autonomes theoretisches Konstrukt, sondern vielmehr als Konvolut unterschiedlicher Schulen anzusehen, die sich in ihrer jüngeren Forschung netzwerktheoretischer Überlegungen bedienen. Vgl. O'Farrell und Wood (1998); Andersen und Buvik (2002) und Bell et al. (2003). Prominentestes Beispiel stellen die Begründer der Uppsala-Schule dar, die ihr Stufenmodell der Internationalisierung in späteren Jahren um eine Netzwerkperspektive erweiterten. Vgl. hierzu Johanson und Mattsson (1991), Johanson und Vahlne (1994) und Johanson und Pahlberg (2006).

777 Diesen PU-übergreifenden Kooperationsaspekt rücken Gietl et al. (2008) S.46 in den Vordergrund und sehen es als eigenständigen Werttreiber im PE-

„VC firms are linked together in a network by their joint investments in portfolio companies. Through connections in that network, they exchange resources with one another.“⁷⁷⁸

Zahlreiche Studien widmen sich diesen Netzwerken.⁷⁷⁹ Gemeinsam ist ihnen die Erkenntnis, dass internationalisierende PU auf Ressourcen innerhalb des Netzwerkes des Kapitalgebers zugreifen.⁷⁸⁰ Lindsey (2008) weist beispielsweise nach, dass strategische Allianzen bei VC-finanzierten Unternehmen häufiger vorkommen als bei traditionell finanzierten Unternehmen.⁷⁸¹ In zwei unabhängig voneinander durchgeführten Unternehmensbefragungen im *later-stage* Segment attestierten sie den PE-Kapitalgebern aber erheblichen Nachholbedarf seitens der Kapitalgeber in Bezug auf die Bereitstellung von Netzwerkkontakten, insbesondere zu anderen PU desselben PE-Fonds.⁷⁸²

Ein besonderer Aspekt, der vor allem in Bezug auf die Internationalisierung eine wichtige Rolle spielt, ist die Syndizierung⁷⁸³ von Investitionen. Ganz im Sinne der ressourcenbasierten Sichtweise der Unternehmung und der Lerntheorie der Internationalisierung suchen Investoren für Auslandsinvestments in der Regel nach lokalen Partnern, die wertvolle Marktkenntnis und Netzwerke in das Konsortium einbringen können⁷⁸⁴.

Geschäftsmodell. In ihrer Umfrage finden sie aber nur vereinzelt Anzeichen für kooperatives Verhalten unter PUs.

778 Bygrave (1988) S.137.

779 Zu nennen wären etwa Fried und Hisrich (1995), Lockett et al. (2006) Shane und Cable (2002) und Lindsey (2008).

780 vgl. Coviello und Munro (1997) 366ff und Sharma und Blomstermo (2003) S.741.

781 vgl. Lindsey (2008) S.1165.

782 vgl. Brinkrolf (2002) S.205 sowie Gietl et al. (2008) S.47. Wie die von Sweeting und Wong (1997) S.139 durchgeführte Fallstudie zeigt, betreiben erfolgreiche Fonds eigene Kontaktdatenbanken mit Beratern, Branchenexperten und potentiellen Manager/innen.

783 Eine erste theoretische Erklärung der Syndizierung findet sich bereits in Wilson (1968) S.119. Die Thematik der Syndizierung ist in der einschlägigen PE-Literatur ausgiebig behandelt. Zu nennen wären etwa Lerner (1994a), Sorenson und Stuart (2001), Anand und Pisorski (2001), Seppä und Jääskeläinen (2002), Manigart et al. (2002b), Brander et al. (2002), Casamatta und Haritchabalet (2003), De Clercq und Dimov (2003), Seppä (2003), Wright und Lockett (2003), De Clercq und Dimov (2004), Bruining et al. (2005), Fluck et al. (2005), Filatotchev et al. (2006), Mäkelä und Maula (2006) sowie Manigart et al. (2006).

784 Johanson und Vahlne (1977) und Johanson und Vahlne (2003) S.83ff. In Studien aus dem Bereich VC konnte beispielsweise ein verstärkter Lerneffekt bei PU festgestellt werden, da die Unternehmer an der Erfahrung und dem Know-

In seiner richtungsweisenden Studie zeigt Mäkelä (2004), dass die Beteiligung eines ausländischen Fonds die Transaktionskosten verringert und die sogenannte *Liability of Foreignness*⁷⁸⁵ reduziert. Darüber hinaus können diese Co-Investoren wichtige Marktkenntnis und Netzwerke zur Verfügung stellen.⁷⁸⁶

Die Netzwerktheorie erweitert das Beteiligungsmanagement um weitere Akteure und legen die Hypothesen H4d und H4e nahe:

- Der PE-Investor hat durch sein internationales Netzwerk einen positiven Einfluss auf die Personalauswahl und fördert somit das Wachstum und insbesondere die Internationalisierung. (*H4d_w/1*).
- Der PE-Investor verfügt über wertvolle internationale Kontakte zu Investoren, Beratern und möglichen Kooperationspartnern und erleichtert somit das Wachstum und insbesondere die Internationalisierung (*H4e_w/1*).

Mit der Betrachtung der netzwerktheoretischen Beiträge des PE-Investors zum Unternehmenswachstum bzw. zur Unternehmensinternationalisierung ist die Ableitung des Modells abgeschlossen. Es sollte abschließend noch einmal klar unterstrichen werden, dass das Modell keinen Anspruch auf Widerspruchsfreiheit oder Vollständigkeit erhebt. Es stellt lediglich den Versuch einer möglichst heuristischen Betrachtungsweise der PE-PU-Wirkungsbeziehung dar, deren empirische Überprüfung und theoretische Verfeinerung Aufgabe zukünftiger Forschung sein soll.⁷⁸⁷ Als solche soll sie zur explorativen Erforschung der Wirkungsbeziehung dienen. Bevor aber zum empirischen Teil der Arbeit übergeleitet wird, soll das abgeleitete Wirkungsmodell im folgenden Unterkapitel 4.4 noch einmal zusammengefasst werden.

How des Investors lernen. Vgl. Barney et al. (1996) S.257, Yuk-Shee et al. (1990), Sweeting und Wong (1997) S.130, Bergemann und Hege (1998), Yli-Renko et al. (2001) sowie Busenitz et al. (2004). Einen interessanten Ansatz liefern hierzu auch Casamatta und Haritchabalet (2003) sowie Sharma (2003), der sich speziell dem erhöhten Lerneffekt innerhalb von PE-Syndikaten widmet.

785 vgl. Zaheer (1995) S.34 und Mäkelä (2004) S.29.

786 vgl. Mäkelä (2004) S.30.

787 Eine insbesondere im Zusammenhang mit Syndikaten erwähnte Erweiterung könnte die dynamische Betrachtung der PE-PU-Beziehung darstellen, welche eine lerntheoretische Betrachtungsweise nahelegen könnte. Ähnliche Ansätze sind in Barney et al. (1996), Bergemann und Hege (1998), Yli-Renko et al. (2001) und Busenitz et al. (2004) anzutreffen.

4.4. Zwischenresümee und zusammenfassende Darstellung des Wirkungsmodells

Im vergangenen Kapitel 4 wurde der Fokus der Arbeit auf die Internationalisierung der finanzierten PU geschärft. Aus Perspektive der *International Business*-Forschung stellt diese Vorgehensweise eine exemplarische, passivseitige Betrachtung der Internationalisierung dar und trägt somit zur Schließung einer bedeutsamen Forschungslücken des Faches bei.

Wie die einleitende Literaturanalyse gezeigt hat, sind die empirischen Belege zu den Auswirkungen von PE-Investoren auf die Internationalisierung der PU äußerst spärlich. Insbesondere die Studie von Peneder et al. (2006) liefert jedoch belastbare konfirmatorische Befunde in Bezug auf die Exportaktivitäten der PU. Zu anderen Formen der Internationalisierung, wie beispielsweise mithilfe von Direktinvestitionen, gibt es keinerlei empirische Untersuchungen. Darüber hinaus wenden die konfirmatorischen Analysen überwiegend eindimensionale Internationalisierungsmaße an, welche die Komplexität des Internationalisierungsprozess nur ausschnittsweise abbilden. Zu guter Letzt gibt es nur rudimentäre theoretische Überlegungen dazu, wie eine derartige Internationalisierungswirkung zu erklären ist. In einem zweiten Schritt wurde dementsprechend der Versuch gemacht, theoretisch ein umfassendes Wirkungsmodell herzuleiten. Die Vielseitigkeit der Investor-PU-Beziehung machte die Verwendung mehrerer Theorien notwendig und endete in einem tentativen, ganzheitlichen Modell, welches insgesamt vier Wirkungsmechanismen unterstellt. Zu jedem der Wirkungsmechanismen

- Finanzierungsfunktion,
- vertragliche *Governance*,
- Monitoring und
- Value-Added-Services

wurde eine Reihe von insgesamt 13 Unterhypothesen generiert, deren explorative Analyse Ziel der in Kapitel 5 folgenden empirischen Analyse ist. Abbildung 39 fasst das abgeleitete Wirkungsmodell grafisch zusammen.

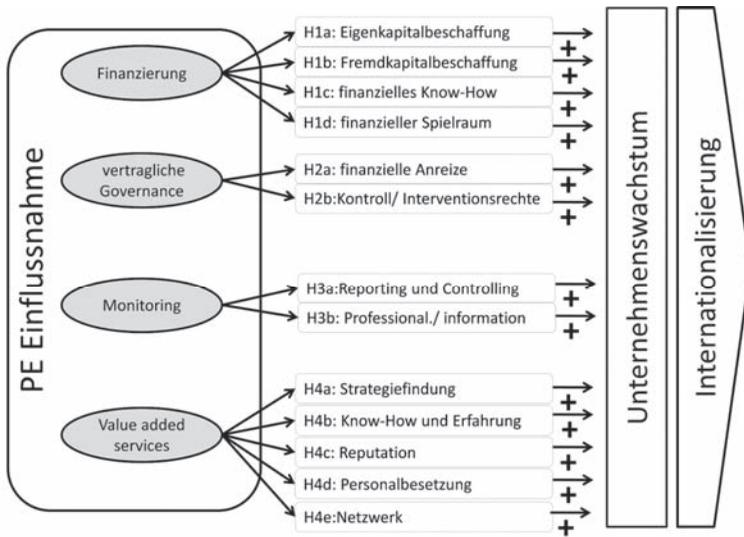


Abbildung 39: Umfassendes Wirkungsmodell und -hypothesen

Auf Basis der im Zuge der Literaturanalyse gewonnenen Erkenntnisse unterstellen die Hypothesen einheitlich einen positiven Effekt auf Wachstum und Internationalisierung. Die beiden Wirkungskomponenten sind allerdings nicht gleichzusetzen, zumal theoretische Überlegungen nahelegen, dass sich die Wirkungszusammenhänge in beiden Fällen unterscheiden können. Die Hypothesen werden daher explizit sowohl für den Fall des Unternehmenswachstums, als auch für den Fall der Internationalisierung getrennt abgefragt.

Mit dieser zusammenfassenden Betrachtung schließt der Literaturteil der Arbeit und es kann zur empirischen Analyse in Kapitel 5 übergeleitet werden.

5. Empirische Wirkungsanalyse

Die in Kapitel 5 erfolgende empirische Untersuchung stellt die wissenschaftliche Überprüfung der Forschungsfrage dar und schließt an dem Literaturteil an. Innerhalb der Empirie weist die Untersuchung den folgenden Aufbau auf. In einem ersten Schritt wird in Unterkapitel 5.1 die

- *Konzeption der empirischen Untersuchung* beschrieben und begründet. Die beinhaltet eine Beschreibung der Identifikation der Untersuchungsgruppe (Unterkapitel 5.1.1), eine Begründung der sechsstufigen empirischen Untersuchungsanordnung (Unterkapitel 5.1.2) sowie eine ausführliche Beschreibung der primären und sekundären Datenerhebung (Unterkapitel 5.1.3). Die drauf folgenden Unterkapitel stellen die Umsetzung dieser Vorgehensweise in Form der empirischen Analyse dar. In einem ersten Schritt wird die:
- *konfirmatorische Analyse des Impacts* (Unterkapitel 5.2) von PE Investoren vorgenommen. Hierbei ist das Unterkapitel dermaßen strukturiert, dass zuerst auf die
- *deskriptive Auswertung der Unternehmensdaten* (Unterkapitel 5.2.1) der PE Stichprobe und ihrer sekundären Wachstums- und Internationalisierungsvariablen eingegangen wird. Daraufhin wird das Wachstum der PU einem
- *Vergleich mit makro-ökonomischen Wachstumsdaten (industry adjustment approach)* (Unterkapitel 5.2.2) unterzogen. Um dem Endogenitätsproblem entgegenzuwirken wird in einem dritten Schritt ein
- *Vergleich mit Datenbank Matches* (Unterkapitel 5.2.3) durchgeführt. Dieser erfolgt sowohl in Form einfacher Mittelwertvergleiche als auch in Form von komplexeren Regressionsmodellen und stellt sicher, dass die PU sehr ähnlichen Unternehmen gegenübergestellt werden und reduziert dadurch die Problematik der investorensseitigen Selektion. Abschließend wird in Unterkapitel 5.2.4 eine zweite, durch die Befragten PU konstruierte Kontrollgruppe herangezogen. Dieser
- *Respondent-Match Vergleich* (Unterkapitel 5.2.4) hat gegenüber der Datenbank generierten Vergleichsgruppe den Vorteil, dass die Befragten in der Identifikation der optimalen Vergleichsunternehmen eine größere Vielfalt an Variablen mit einbeziehen können als in einem mechanistischen Datenbank Matching möglich. Unterkapitel

5.3 ergänzt die empirischen Befunde der konfirmatorischen Analyse um eine

- *explorative Analyse der Wirkungsbeziehung* (Unterkapitel 5.3) zwischen Investor und PU. Hierbei wird zuerst auf die
- *subjektiv empfundene allgemeine Auswirkungen* (Unterkapitel 5.3.1) eingegangen. Daraufhin werden die
- *subjektiven Ergebnisse zum Wirkungsmodell* (Unterkapitel 5.3.2) und die darin beinhalteten Wirkungshypothesen ausgewertet. In einem letzten Schritt wird die empirische Analyse auf die
- *Determinanten der Wirkungsbeziehung* (Unterkapitel 5.3.3) ausgeweitet. Hierzu werden die Eigenschaften und Einschätzungen von erfolgreichen PUs jenen weniger erfolgreicher PUs gegenübergestellt. Außerdem wird im Rahmen von quantitativen *In-Sample* Regressionsmodellen nach potentiellen Werttreibern bzw. Moderatoren gesucht. Abgeschlossen wird die empirische Analyse durch ein
- *Zwischenresümee* (Unterkapitel 5.4) abgeschlossen

5.1. Konzeption der Untersuchung

Kapitel 5.1 beschreibt die Konzeption der Untersuchung. Hierbei ist das Kapitel in eine Identifikation der studienrelevanten Untersuchungsgruppe (Unterkapitel 5.1.1), eine detaillierte Beschreibung und Begründung des gewählten sechsstufigen Untersuchungsdesigns (Unterkapitel 5.1.2) sowie eine Beschreibung der Datenerhebung in Unterkapitel 5.1.3 unterteilt.

5.1.1. Identifikation der studienrelevanten Untersuchungsgruppe

Die Definition der studienrelevanten Untersuchungsgruppe muss einerseits literaturgeleitet erfolgen, andererseits wird sie aber auch in erheblichem Maße von praktischen Überlegungen beeinflusst. Gemäß dem regionalen Fokus der Studie⁷⁸⁸ ergeben sich die österreichischen PU als mögliche Grundgesamtheit der Untersuchungsobjekte. Der geografische

788 Auf einen regional vergleichenden Untersuchungsansatz wurde im Rahmen dieser Untersuchung verzichtet. Für derartige Studien seien Leserinnen und Leser auf Wright et al. (1993), Baygan und Freudenberg (2000), Manigart et al. (2000), Bottazzi und Da Rin (2002), Nuechterlein (2002), Schwienbacher (2005) S.19, Salim et al. (2007), Wright (2007b) sowie Bruton et al. (2010) verwiesen.

Untersuchungsrahmen rechtfertigt sich nicht nur aufgrund der besseren Datenverfügbarkeit, sondern lässt sich ebenso aus bisherigen empirischen Forschungsergebnissen begründen, welche auf tiefgreifende regionale Unterschiede zwischen regionalen Märkten hinweisen.⁷⁸⁹

Im Rahmen einer mehrjährigen Datenbankrecherche seit April 2006 wurden insgesamt 606 in Österreich angesiedelte, bestehende oder bereits veräußerte PU identifiziert.⁷⁹⁰ Zur Identifikation wurde eine Reihe unterschiedlicher kommerzieller Datenbanken wie:

- Venture Source (betrieben durch Thompson Reuters),
- Datamonitor und die
- *Zephyr M&A* (betrieben durch *Bureau van Dijk*) herangezogen.

Darüber hinaus wurden Internet- und Printmedien bei der Identifikation von Beteiligungen verwendet. Wichtige Anlaufstellen waren hierbei:

- die *Factiva*-Pressedatenbank,
- die Datenbank der Branchenvertretung (AVCO),
- Branchenpublikationen (*VC Magazin*, *Venture Woche*, *Börsenwoche*) sowie die
- Internetauftritte österreichischer PE-Geber

Aus Praktikabilitätsgründen wurde die Stichprobe auf jene PU beschränkt, bei denen der Einstieg des Investors ab dem Jahr 1999 erfolgte. Das Jahr 1999 wurde vor allem aus praktischen Überlegungen gewählt, da es sich beim PE-Markt um einen hochzyklischen Markt handelt, erfordert die Analyse einen möglichst langen Betrachtungszeitraum, um die Gefahr konjunktureller Verzerrungen zu reduzieren. Andererseits ist die Datenverfügbarkeit und Datenqualität bei länger zurückliegenden Beteiligungen schlechter, wodurch eine verzerrende Selektion entsteht (*Survivor Bias* und *Sample Selection Bias*).⁷⁹¹ Aus dieser Abwägung wurde eine Maximierung des Betrachtungszeitraumes unter Berücksichtigung der Datenverfügbarkeit angestrebt. Das Jahr 1999 stellte hierbei die beste

789 vgl. Wright et al. (1992) S.56, Sapienza et al. (1996) S.462, Meier et al. (2006a) S.1035 und Bernstein et al. (2009) S.2.

790 Im Vergleich dazu belief sich die offizielle Angabe der Branchenvereinigung Austrian Private Equity and Venture Capital Association (AVCO) im Jahr 2009 noch auf insgesamt 546. Vgl. Sommer (2009) S.130.

791 vgl. Garey (2004) S.3.

Wahl dar, da die *Firmen Compass*-Datenbank, welche gemeinsam mit der *Amadeus Business* Datenbank für die Erhebung der Wachstums- und Internationalisierungskennzahlen verwendet wurde, digitale Jahresabschlüsse seit frühestens 2000 bereitstellt⁷⁹².

Anzumerken ist, dass die jeweilige Untersuchungseinheit nicht die Beteiligung eines PE-Investors darstellt, sondern das PU. Auf diese Weise wird verhindert, dass ein Unternehmen, an dem mehrere Investoren beteiligt sind, mehrmals in die Stichprobe aufgenommen wird.⁷⁹³ Eine derartige Mehrfachnennung wäre insbesondere vor dem Hintergrund der oftmaligen empirischen Beobachtung heraus problematisch, dass syndizierte Investments im Rahmen mehrerer Finanzierungsrunden entstehen, womit die Doppelzählungen innerhalb der Grundgesamtheit nicht gleichverteilt, sondern auf besonders erfolgreiche PU konzentriert wären.⁷⁹⁴

Ein weiteres vorwiegend praktisches Problem bei der Definition der Untersuchungseinheiten stellten oftmals anzutreffende Holdingstrukturen sowie reine Übernahmegesellschaften dar.⁷⁹⁵ In diesen Fällen wurde versucht, die konsolidierte Konzernbilanz für die Analyse heranzuziehen. War dies nicht möglich, wurde die größte operative österreichische Tochtergesellschaft identifiziert und in die Stichprobe aufgenommen.⁷⁹⁶

Auf Basis der Erkenntnisse des Literatururteils wurde sodann eine Reihe von Einschränkungen vorgenommen, um die studienrelevante Untersuchungsgruppe aus der Grundgesamtheit der österreichischen PU abzuleiten. Auf diese Weise soll die Aussagefähigkeit der empirischen Untersuchung erhöht und mögliche Verzerrungen im Vorfeld vermieden wer-

792 Zur Identifikation von PU eigneten sich die beiden Datenbanken jedoch weniger, da keine PE Investoren nicht als explizites Suchkriterium verwendet werden konnten.

793 Entsprechend dieser Vorgehensweise wird auch ein Secondary Sale, bei dem ein PE-Investor das PU an einen anderen veräußert, nur als eine Beobachtung angesehen.

794 vgl. Smolarski und Kut (2009) S.39 und Cumming und Walz (2010) S.21.

795 Siehe hierzu Unterkapitel 2.4.1.2 zur Akquisitionsfinanzierung und -strukturierung.

796 Dies war insbesondere bei Holdinggesellschaften erforderlich, die keine Angaben zum gesamten Mitarbeiterstand machen.

den. Abbildung 40 illustriert die schrittweise Ableitung der studienrelevanten Untersuchungsgruppe.

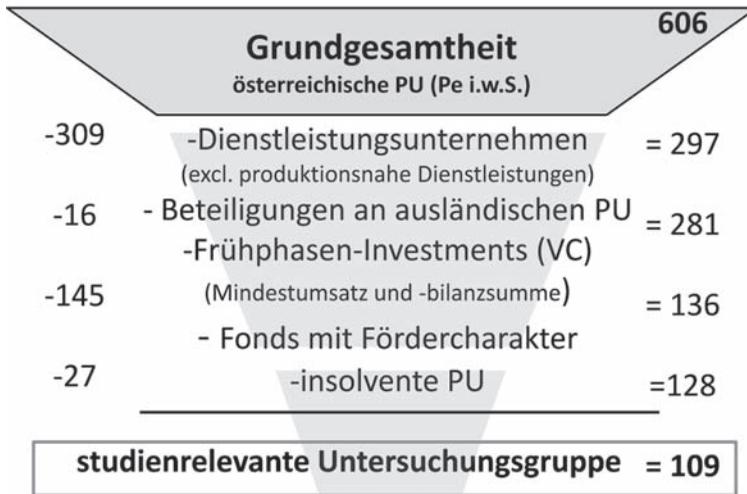


Abbildung 40: Ableitung der studienrelevanten Untersuchungsgruppe

In einem ersten Schritt wurde die Grundgesamtheit um 309 Dienstleistungsunternehmen gekürzt.⁷⁹⁷ Der Schritt lässt sich aus praktischen Gründen durch die problematische Operationalisierung von Internationalisierungskennzahlen im Fall von Dienstleistungsunternehmen begründen.⁷⁹⁸ Wichtiger aber noch ist der Schritt vor dem Hintergrund zahlreicher empirischer Belege, die auf Unterschiede in den Internationalisierungsmustern zwischen produzierenden Betrieben und Dienstleistungsunternehmen hindeuten.⁷⁹⁹ Eine Berücksichtigung von Dienstleis-

797 Dies entspricht 50,1% der 606 identifizierten PU. Auch Peneder et al. (2006) S.6 finden in ihrem Datensatz einen Dienstleistungsanteil von 49%. Dieser nahezu deckungsgleiche Dienstleistungsanteil spricht für die hohe Datenabdeckung in der vorliegenden Untersuchung.

798 Insbesondere bei Internetdienstleistern wäre eine Operationalisierung von Exportquoten nur durch eine dementsprechende Anpassung des Fragebogens möglich. In diesem Fall wäre die Vergleichbarkeit der Daten aber nicht mehr gegeben.

799 Stellvertretend für eine große Reihe an Beiträgen seien hierbei Vandermerwe und Chadwick (1989), Mößlang (1995), O'Farrell et al. (1998), O'Farrell und Wood (1998) und Brouthers und Brouthers (2003) genannt.

tungen würde daher zu einer Verwässerung der Ergebnisse und zu einer geringeren Robustheit führen.⁸⁰⁰

Als Dienstleistungsunternehmen wurden nur jene Unternehmen klassifiziert, die sowohl als primären, als auch sekundären Branchencode eine Dienstleistungsbranche aufwiesen. Eine Ausnahme bildeten die produktionsnahen Dienstleistungen.⁸⁰¹ Diese wurden in der Stichprobe belassen, da bei derartigen PU zumindest keine Probleme der Operationalisierung zu erwarten sind.

In einem zweiten Schritt wurden 16 der PU ausgeschlossen, deren Hauptsitz nicht in Österreich angesiedelt war. Anschließend wurde das verbleibende *Sample* von 281 PU um 145 PU gekürzt, die als Frühphasenfinanzierungen zu kategorisieren sind.⁸⁰² In Ermangelung von praktikablen Abgrenzungskriterien für den österreichischen Markt⁸⁰³ wurde vom Autor ein Mindestumsatz von 10 Mio. EUR im ersten Jahr der Beteiligung, sowie alternativ eine Mindestbilanzsumme von 10 Mio. EUR als Differenzierungskriterium vorgegeben.⁸⁰⁴ Für den Fall, dass quantitative Kriterien keine eindeutige Zuordnung erlaubten, wurden – wie in Unterkapitel 2.2.2 empfohlen – qualitative Kriterien herangezogen. In Einzelfällen wurden PU telefonisch kontaktiert, um ihre Einschätzung zu ermöglichen.

Die Bereinigung der Stichprobe um VC ist von methodisch hoher Relevanz, da ein *Bias* der Stichprobe zu Gunsten stark wachsender Frühpha-

800 Zu guter Letzt spricht auch die Stichprobenverteilung der PU für einen Anschluss von Dienstleistungsunternehmen. Diese sind in der Stichprobe zahlenmäßig überdurchschnittlich stark vertreten, vom absoluten Investitions- und Umsatzvolumen her aber relativ unbedeutend.

801 Zur Definition produktionsnaher Dienstleistungen nach der Statistik Austria Definition siehe auch Pfaffermayr (1998) S.426.

802 Typische Frühphasenfinanzierer (VC) in Österreich sind TecNet Equity, Inits Universitäre Gründerservice Wien GmbH, Tech2b Business Inkubator, firstlove Capital, brains to ventures AG, Early Bird Ventures und Horizonte Venture Management GmbH.

803 Zur Abgrenzung zwischen VC und PE siehe auch Unterkapitel 2.2.3.

804 Die Grenzwerte entsprechen hierbei der EU Definition für mittlere Unternehmen. (Europäische Kommission (2006b) S.14). Es ist aber wichtig anzumerken, dass in vereinzelten Fällen weder Umsatz noch Bilanzkriterium verfügbar waren. In diesen Fällen wurde versucht eine Zuordnung auf andere Weise vorzunehmen (Investor, Mitarbeiter/innen, Gründungsjahr etc.).

senunternehmen die Endogenitätsproblematik verschärfen würde.⁸⁰⁵ Eine statistische Kontrolle von Lebenszykluseffekten wäre zwar durchaus möglich, die schlechte Datenverfügbarkeit bei sehr kleinen Unternehmen und deren hohe Varianz der Wachstumsraten lässt eine praktische Umsetzung aber nicht realistisch erscheinen.

Die nunmehr auf 136 PU reduzierte Stichprobe wurde in einem vierten Schritt um jene acht PU bereinigt, deren Risikokapitalgeber nicht vorrangig renditeorientierte Interessen hatten.⁸⁰⁶ Dieser Schritt ist zum einen konzeptionell nachvollziehbar, da anzunehmen ist, dass derartige Risikokapitalgeber ein vollkommen anderes Beteiligungsmanagement aufweisen. Zum anderen erscheint die Berücksichtigung von förderungsnahen Institutionen im Lichte der öffentlichen Diskussion nicht zweckdienlich, würde man doch den staatlichen Förderungsaspekt mit den Effekten privater Renditeinteressen vermischen. Der Ausschluss derartiger Risikokapitalgeber entspricht auch der Vorgehensweise vergleichbarer Studien.⁸⁰⁷

In einem letzten und vierten Schritt wurden 19 insolvente PU aus der Stichprobe entfernt. Dieser Schritt ist aus methodischen Gründen notwendig, aber auch aus konzeptioneller Sicht sinnvoll, da dieselbe Vorgehensweise in der Konstruktion des *Matched Samples* angewandt wurde, wodurch eine mögliche Verzerrung durch Sterbe- bzw. Überlebenswahrscheinlichkeiten (*Survival Bias*) in beiden Untersuchungsgruppen besteht. Sofern die Insolvenzraten in beiden Untersuchungsgruppen gleichverteilt sind, sollten sich die beiden Effekte ausgleichen.⁸⁰⁸

805 Zur Endogenitätsproblematik siehe auch Unterkapitel 3.2.

806 Im konkreten Fall waren dies Förderfonds wie die IPO Burgenland Beteiligungen AG, die Steirische Beteiligungs- und Finanzierungs GmbH und der Austria Wirtschaftsservice.

807 Zu nennen sind hier beispielsweise Schefczyk (2000a) S.257 und Kranz (2008) S.77.

808 19 insolvente PU entsprechen einer Insolvenzrate von 14,84% (ausgehend von den 128 Unternehmen in der Stichprobe vor Abzug der insolventen PU) bei einem durchschnittlichen Betrachtungszeitraum von fünf Jahren bzw. 3,16% p.a.. Nach Angaben von Statistik Austria (2011c) beträgt die volkswirtschaftliche Schließungsrate in Branche C (Herstellung von Waren), welche den Großteil der relevanten PU ausmacht, 4% p.a. Wenngleich der direkte Vergleich dieser beiden Werte nicht sonderlich aussagefähig wäre, so kann er zumindest als Indiz dafür gelten, dass nur geringe Verzerrungen durch einen Survival Bias zu

Insgesamt beläuft sich die bereinigte Grundgesamtheit auf 109 Unternehmen.⁸⁰⁹ Die relativ geringe Anzahl an potenziellen PU erhöhte die Anforderung an das zu konzipierende Untersuchungsdesign und die bevorstehende Datenerhebung. Um eine Repräsentativität der Ergebnisse zu ermöglichen, musste sowohl eine ausreichend hohe relative Rücklaufquote, als auch eine Mindestanzahl an beantworteten Fragebögen erreicht werden, um eine methodisch fundiertes Untersuchungsdesign zu ermöglichen. Dieses soll im folgenden Unterkapitel 5.1.2 beschrieben werden.

5.1.2. Sechstufiges Untersuchungsdesign

Wie in Unterkapitel 3.2 gezeigt, gibt es unterschiedliche methodologische Ansätze, eine empirische Wirkungsanalyse durchzuführen. Unabhängig von der konkreten Ausgestaltung der Forschungsfrage gilt es zunächst ein geeignetes Erhebungsdesign zu konstruieren. Im Sinne einer methodenpluralistischen Forschung und im Geiste der wissenschaftstheoretischen Zweiteilung der Forschungsfrage sollte die Untersuchung mehrere Untersuchungsansätze kombinieren. Dadurch können die Schwächen der einzelnen methodischen Ansätze insbesondere in Hinblick auf Objektivität und Validität ausgeglichen werden und in Summe kann eine höhere Robustheit der Ergebnisse erreicht werden.⁸¹⁰ Abbildung 41 fasst das im Zuge dieser empirischen Studie gewählte sechstufige Untersuchungsdesign zusammen.

erwarten sind. Vereinzelt Impact-Studien untersuchen die Insolvenzwahrscheinlichkeit von PE-finanzierten PU. Vgl. Smith (1990) S.161ff, Kaplan (1991) S.287ff, Kaplan und Stein (1993) S.349f, Denis und Denis (1995) S.129ff, Cotter und Peck (2001) S.108ff, Puri und Zarutskie (2008) S.20ff, Strömberg (2008) S.22ff und neuerdings Borell und Tykvová (2011).

809 Die Untersuchungs- und Kontrollgruppe werden in Unterkapitel 5.2 detaillierter untersucht.

810 Im Zusammenhang mit qualitativen Forschungsmethoden sprechen Bortz und Döring (2006) S. 328 und Boué (2005) S.108 von „*kumulativer Validierung*“. Es handelt sich hierbei um einen „*sukzessiven Prozess, in dem eine Verbindung von mehreren, als richtig anerkannten Ergebnissen anderer Untersuchungen hergestellt wird*“, um dann seitens der Leserin bzw. des Lesers zu einem Konsens über die Plausibilität bzw. Gültigkeit der eigenen Schlussfolgerungen zu kommen. Köckeis-Stangl (1980) S.362 in Lamnek (1993) S.167.

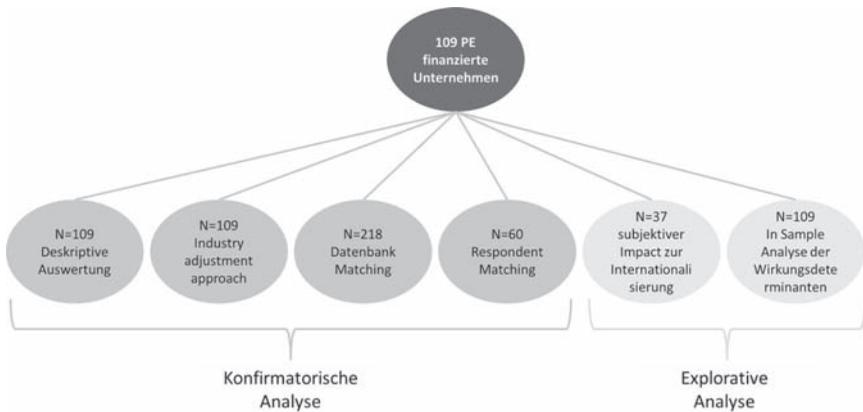


Abbildung 41: Methodenpluralistisches Untersuchungsdesign (Triangulation)

Analog zum stufenweisen Aufbau der Untersuchung erfordert auch die Datenerhebung einen mehrstufigen Prozess, zumal subjektive Einschätzungen nur im Zuge primärer Forschung erhoben werden können, während im Fall von objektiven Performancemaßen sekundäre Daten eine zuverlässigere Quelle darstellen.⁸¹¹ Im folgenden Unterkapitel 5.1.3 soll auf die einzelnen Datenerhebungsschritte im Detail eingegangen werden.

5.1.3. Datenerhebung

5.1.3.1. Allgemeines zu Datenquellen und Wirkungskriterien

Wie bereits erwähnt, stehen zur Erhebung von Daten grundsätzlich primäre und sekundäre Datenquellen zur Verfügung. Die Kombination beider Methoden beugt dem sogenannten *Common Method Bias* vor, bei dem Verzerrungen durch die Erhebung von unabhängigen und abhängigen Variablen am selben primären bzw. sekundären Befragungs-⁸¹² bzw. Erhebungssubjekt stammen. Darüber hinaus können die erhobenen Daten subjektive und objektive Qualitäten annehmen. Die Konvergenz

811 Durch die Kombination primärer und sekundärer Erhebungsmethoden kann ein Ausgleich der Vor- und Nachteile der Erhebungsformen und somit eine höhere Validität der Gesamtergebnisse erzielt werden. Vgl. Kaya (2007) S.54.

812 In diesem Fall spricht man auch von einem Single Source Bias. Vgl. Podsakoff et al. (2003) S.881ff in Landau (2010) S.239.

bzw. Divergenz von primären und sekundären Daten sowie von subjektiven und objektiven Maßzahlen erhöht die Validität der Analyse.⁸¹³ Wie Abbildung 42 zeigt, bedienen sich objektive Ansätze vorwiegend sekundärstatistischer Daten, während subjektive Wirkungsdaten nur in primären Erhebungen gewonnen werden können.⁸¹⁴

| | | |
|--|--|--|
| Objektive Daten (auf messbaren Kriterien basierend) | 1 | 2 |
| | 3 | 4 |
| Subjektive Daten (auf Wahrnehmungen bzw. Einschätzungen basierend) | | |
| | Primäre Daten (unternehmensintern) | Sekundäre Daten (unternehmensextern) |

Abbildung 42: Subjektive und objektive Wirkungskriterien und ihre Datenquellen
 Quelle: in Anlehnung an Bachmann (2009) S.93 sowie Venkatraman und Ramanujam (1986) S.110

Im Falle der objektiven *Impact*-Messung stehen Sekundärdaten im Vordergrund, da nur auf diese Weise die Objektivität bewahrt werden kann.⁸¹⁵ In der vorliegenden Studie wurden insbesondere Datenbanken und Auskunfteien benutzt, um objektive Daten zu generieren.

813 vgl. Bachmann (2009) S.92.

814 vgl. Bachmann (2009) S.92.

815 Allerdings ist die direkte Vergleichbarkeit zwischen Unternehmen in erheblichem Ausmaß von Bilanzierungsgrundsätzen und -praktiken beeinflusst. Vgl. Dess und Robinson (1984) S.267.

Leider sind aber einige der untersuchten Variablen nicht in öffentlichen Datenbanken verfügbar⁸¹⁶. Insbesondere die Exportquoten sowie Angaben zur Internationalisierung waren in den sekundären Quellen nicht verfügbar, weshalb der Autor gezwungen war, diese im Rahmen der primären Unternehmensbefragung abzufragen. Um die beiden Erhebungsverfahren zu kombinieren, wurde die in Abbildung 43 zusammengefasste Vorgehensweise gewählt. In den folgenden Unterkapiteln 5.1.3.2 und 5.1.3.3 soll genauer auf die unterschiedlichen Erhebungen der primären und sekundären Daten eingegangen werden.

816 Nur vereinzelt lieferten die Jahresabschlüsse der Unternehmen in der Firmen Compass Datenbank Angaben über die Entwicklung von Exporten.

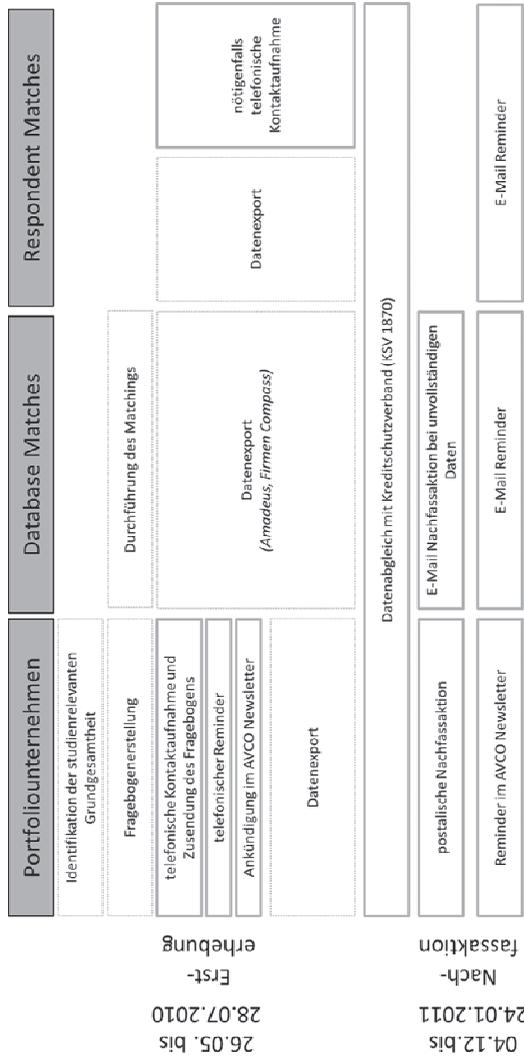


Abbildung 43: Sequentielle Vorgehensweise bei der Datenerhebung

5.1.3.2. Primäre Datenerhebung

5.1.3.2.1. Fragebogenkonzeption und Gestaltung

Eine Erhebung der subjektiven Empfindungen bzw. Einschätzung ist nur im direkten Kontakt mit den Untersuchungsobjekten möglich. Wenn gleich eine Expertenbefragung⁸¹⁷ eine Möglichkeit der *Impact*-Analyse darstellen würde, erscheint die Analyse des *Impacts* valider direkt an den betroffenen PU möglich zu sein.⁸¹⁸ Zwar beinhaltet diese Vorgehensweise die Gefahr bewusster Falschbeantwortung, andererseits ist davon auszugehen, dass die Einschätzung der Auswirkungen auf Ebene der PU besser möglich ist.⁸¹⁹ Bei der Erhebung von Primärdaten stehen dem/der Forscher/in grundsätzlich drei Befragungsinstrumente offen:⁸²⁰

- schriftliche Befragung mittels Fragebogen,
- mündliche Befragung mittels Interviews sowie
- telefonische Befragung.⁸²¹

Die Wahl des Erhebungsinstrumentes richtet sich in erster Linie nach den zu erhebenden Daten.⁸²² Im vorliegenden Fall entschied sich der Autor für einen standardisierten Fragebogen, der mit vertretbarem Aufwand eine Erhebung homogener, strukturierter Daten erlaubte. Allerdings wurden die PU vor Zusendung des Fragebogens telefonisch kontaktiert um einen geeigneten Ansprechpartner zu identifizieren und Interesse für die Studie zu wecken. Die schriftliche Befragung bietet den Vorteil einer zeitlichen Unabhängigkeit bei der Beantwortung.⁸²³ Dies ist

817 Boué (2005) S.120f und Sommer (2009) S.137 bedienen sich in ihren Dissertationen derartiger Experteninterviews.

818 Im Zentrum jeder primären Erhebung steht die Kontrolle eines möglichen Information Bias. Dieser umfasst mehrere Formen der fehlerhaften Datenerhebung und bildet mit dem Selection Bias und Störvariablen (Confounding Effects) die drei Formen des systematischen Fehlers. Vgl. Garey (2004) S.2f.

819 vgl. Gietl et al. (2008) S.20.

820 Borchardt und Götlich (2007) S.38.

821 Neben diesen Formen gibt es noch die Erhebung mittels Beobachtung oder Experiment, welche in diesem Fall aber aus Praktikabilitätsgründen entfällt. Für eine ausführliche Diskussion der Vor- und Nachteile unterschiedlicher Erhebungsinstrumente seien Leserinnen und Leser auf Kaya (2007) S.47ff verwiesen.

822 Bei theoriegeleiteter, Hypothesen prüfender Forschung sind, wie in diesem Fall, vorwiegend standardisierte Erhebungsmethoden geeignet. Im Gegensatz dazu werden offene Interviews vor allem in der qualitativen Forschung angewendet, um Hypothesen zu generieren. Vgl. Kaya (2007) S.50.

823 vgl. Gietl et al. (2008) S.21 und Landau (2010) S.223.

insbesondere deshalb von Bedeutung, da der Großteil der erhobenen Variablen und Erfahrungen zeitlich weit zurück liegt und bei den Interviewten nicht unmittelbar abrufbar ist.

Auf Basis des in Unterkapitel 4.3 hergeleiteten Modells und der daraus resultierenden Hypothesen wurde ein Entwurf für einen Fragebogen erstellt. Dieser wurde in mehreren repetitiven Prozessen immer wieder Pretests unterzogen und überarbeitet.⁸²⁴ Als Konsequenz des Feedbacks wurden beispielsweise zusätzliche Fragestellungen in den Fragebogen aufgenommen, zusätzliche Kontrollvariablen definiert und die Benutzerfreundlichkeit des Fragebogens erhöht.⁸²⁵ Der daraus resultierende Fragebogen ist in Anhang 2 zu finden und in fünf Abschnitte unterteilt:

- einleitender Teil mit allgemeinen Informationen zu Beteiligung, Unternehmen und Investor
- Erhebung der objektiven Unternehmensdaten zu Wachstum und Internationalisierung
- Erhebung der subjektiven Einschätzungen von Wachstum und Internationalisierung im Vergleich zur Konkurrenz
- Erhebung der subjektiven Wirkung der einzelnen, im Modell spezifizierten, Beiträge von PE-Investoren
- weitere relevante Fragestellungen außerhalb des Modells, welche für die Wirkungsanalyse wichtig sind.

Aufgrund seiner Rolle als „Eisbrecher“ wurde der Erstellung des Deckblattes besondere Aufmerksamkeit gewidmet. Um die Professionalität des Forschungsprojektes zu zertifizieren, wurden die Logos der Wirt-

824 Hierbei wurden Branchenexperten und universitäre Kollegen mit entsprechender Erhebungserfahrung einbezogen. Besonderer Dank gilt Herrn Dipl.Ing. Marc Nestle (Varta Microbatteries GmbH) für das Feedback aus Sicht eines PUs, Herrn Dr. Jürgen Marchart (AVCO) und Mag. Herbert Roth für das Feedback aus der Sicht eines PE-Investors und Mag. Geier, Prof. Alois Geyer, Dipl. Kfm. Heidenreich, Mag. Hödl, Mag. Lerchl, Prof. Reinhard Moser, Prof. Jonas Puck sowie, Mag. Scherer, Mag. Schien für Ihre Expertise und Feedback in der Datenerhebung. Weiteres außerordentlich wertvolles Feedback lieferten die beiden Forschungsassistenten Johannes Stefan und Ines Riedler.

825 Um die Aufmerksamkeitspanne der Empfänger zu erhöhen und sogenannte Haloeffekte zu vermeiden, wurden die Item-Batterien vermischt und an mehreren Stellen wurden offene Fragen eingefügt, um dem Beantwortenden die Möglichkeit zu geben, Anmerkungen zu der jeweiligen Frage zu machen. Vgl. Landau (2010) S.225.

schaftsuniversität und der *Austrian Private Equity and Venture Capital Association* (AVCO) an erster Stelle platziert. Nach dem selbsterklärenden Titel der Studie folgte eine kurze Zusammenfassung der wichtigsten Informationen. Neben der Definition des geeignetsten Ansprechpartners, den Rücksendemodalitäten und den Kontaktadressen wurde das Ziel der Studie vorgestellt und ausdrücklich auf die Anonymität der Studie hingewiesen. Angesichts der Beteiligung der AVCO wurde die Intention, sowohl positive als auch negative Erfahrungen der PU zu sammeln, besonders unterstrichen.

Jeder Fragebogen wurde (sofern im Telefongespräch nicht anders vereinbart) an den im Firmenbuch eingetragenen CEO oder CFO geschickt. Das Begleitschreiben wurde persönlich unterschrieben. Angesichts des unscharfen Begriffsverständnisses in der PE-Branche wurde ein Anhang mit Begriffserklärungen beigelegt. Neben der konkreten Ausgestaltung des Fragebogens ist noch kurz auf die Operationalisierung der untersuchten Variablen einzugehen.

5.1.3.2.2. Operationalisierung der Variablen

Bei der Auswahl der zu erhebenden Variablen ist besonderes Augenmerk auf die Eignung der Kennzahlen zu legen, um den zu untersuchenden Sachverhalt wahrheitsnahe abzubilden. Gleichzeitig wird die Wahl der Variable aber auch von praktischen Überlegungen beeinflusst. So sollten die Variablen für die Adressaten des Fragebogens leicht verfügbar und mit anderen Studien vergleichbar sein. Es ist wichtig anzumerken, dass es sich bei der vorliegenden Untersuchung nicht um Erfolgsfaktorenforschung handelt, sondern dass die Auswirkungen von PE-Investoren auf bestimmte Unternehmenskennzahlen erhoben werden sollen, ohne eine normative Wertschätzung zu implizieren.⁸²⁶ Bei der Interpretation der objektiven Variablen ist daher zu beachten, dass die objektiven Maßzahlen nicht zwangsläufig auch akkurat die dem Unternehmen zugrundeliegende „Gesundheit“ im Sinne von nachhaltiger Wirt-

826 Eine außerordentlich gelungene kritische Analyse der Erfolgsfaktorenforschung stellt der Beitrag von Nicolai und Kieser (2002) dar. Schefczyk (2000b) S.125ff widmet ein Kapitel dem Forschungsstand zur Erfolgsmessung im Bereich PE.

schaftlichkeit widerspiegeln müssen.⁸²⁷ In Bezug auf Wachstumskennzahlen wurden die Kennzahlen

- Umsatz (UM) und
- Mitarbeiter/innenstand (MA) verwendet.⁸²⁸

Da keine dieser beiden Kennzahlen Wirtschaftlichkeitsaspekte für sich allein genommen widerspiegelt, wurde zusätzlich noch

- das Ergebnis gewöhnlicher Geschäftstätigkeit (EGT)⁸²⁹

in den Fragebogen aufgenommen. Um Aussagen über die Internationalisierung der PU treffen zu können, wurden die Variablen

- Anteil des ausländischen Umsatzes am Gesamtumsatz (EXP),
- Anzahl der Mitarbeiter/innen im Ausland und (MAF) und
- Anzahl der Auslandsniederlassungen (FS)⁸³⁰

erhoben. Die Operationalisierung von Internationalisierung ist eine außerordentlich komplexe Aufgabe und rechtfertigt an sich ein eigenständiges Forschungsgebiet.⁸³¹ Angesichts der schlechten Datenverfügbarkeit bei nicht börsennotierten Unternehmen konnten leider keine komplexen Internationalisierungsmaße Anwendung finden.⁸³²

Eine zweite wichtige Fragestellung in Bezug auf die Operationalisierung der Variablen stellte der anzuwendende Betrachtungshorizont dar. Im konkreten Fall entschied sich der Autor für einen maximalen Betrachtungszeitraum von einem Jahr vor Einstieg des PE-Investors ($t-1$) bis

827 vgl. Gietl et al. (2008) S.19 sowie Bachmann (2009) S.97. Die im Zuge dieser Arbeit verwendeten subjektiven Maßzahlen sind jedoch sehr wohl geeignet, derartige Aspekte abzubilden. Einen expliziten Versuch, nachhaltige Unternehmensentwicklung abzufragen, macht Landau (2010) S.260f.

828 Ein wichtiger Grund für die Verwendung dieser beiden Kennzahlen war die Vergleichbarkeit mit der Studie von Peneder et al. (2006).

829 Ein wichtigerer Punkt, der für die Verwendung von EGT anstatt von EBIT sprach, war, dass diese Kennzahl in der Firmen Compass Datenbank eine weit- aus höhere Abdeckung aufweist.

830 Leider war die Antwortbereitschaft zur Entwicklung des ausländischen Mitarbeiter/innenstandes und der Anzahl an Auslandsniederlassungen zu gering, um die Variablen in einer quantitativen Analyse zu verwenden.

831 Fischer (2006) widmete diesem Thema ihre Dissertationsschrift.

832 Anzudenken wären beispielsweise der Index nach Ietto-Gillies (1998) S.26f, der Internationalisierungsindex nach Hassel et al. (2003) S.10f oder der Transnationality Index der UNCTAD (2009) S.24.

sechs Jahre (t_6) nach Einstieg des Investors. Mit dem vergleichsweise langen Betrachtungszeitraum sollte dem Umstand Rechnung getragen werden, dass die Wirkung des PE-Investors inkrementell und zeitverzögert erfolgen könnte.⁸³³

5.1.3.2.3. Operationalisierung subjektiver Wirkungskomponenten

Bei den Wirkungshypothesen handelt es sich um latente Variablen, deren hohe Abstraktionsniveaus eine direkte Erhebung unmöglich machen.⁸³⁴ Eine Möglichkeit wäre es, die konkreten Maßnahmen des Investors abzufragen, doch würden diese keine Beurteilung der Wirkung erlauben. Zur Operationalisierung der Auswirkungen wurde daher auf die Verwendung von fünfstufigen *Likert*-Skalen zurückgegriffen.

In einem zweiten Schritt wurden die befragten PU explizit nach der Einschätzung der Auswirkungen auf das Wachstum des PU (H1-4w) gefragt. Die Antwortkategorien reichten von „*sehr positiv*“ bis „*sehr negativ*“. In einem zweiten Schritt wurde für jede Hypothese nach dem konkreten Wertbeitrag des Investors zur Internationalisierung (H1-4i) gefragt. Ergänzend zu den Sekundärdaten zur PU-Performance wurde in einer Reihe von Items die subjektive und objektive Entwicklung von Performance- und Internationalisierungsgrößen abgefragt, zumal diese in sekundären Datenbanken nicht verfügbar waren. Bei der Operationalisierung der subjektiven Performancemaße wurde ein zeitpunktbezogener Ansatz im Sinne eines Vorher-Nachher-Vergleiches gewählt.⁸³⁵ Die Antwortmöglichkeiten reichten von „*stark verringert*“ bis „*stark erhöht*“. Abschließend wurden noch einige deskriptive Ergänzungsfragen zu den

833 Long und Ravenscraft (1993a) S.7 und Phan und Hill (1995) und Davis et al. (2008) S.54 verwenden einen fünfjährigen und Cressy et al. (2007a) S.647 sowie Meuleman et al. (2009b) S.224 einen dreijährigen Betrachtungszeitraum. Den längsten Untersuchungszeitraum weisen Lichtenberg und Siegel (1990) S 179 mit acht Jahren vor dem Einstieg bis fünf Jahre nach dem Einstieg auf. Insbesondere die Ergebnisse von Long und Ravenscraft (1993a) S.7 sowie Davis et al. (2008) S.54 sprechen für einen Betrachtungszeitraum von mehr als drei Jahren, um einen möglichen zeitversetzten „*Creative Destruction Effect*“ abbilden zu können.

834 vgl. Landau (2010) S.193.

835 Eine ähnliche Vorgehensweise findet sich in Acharya et al. (2009a) S.35. In der Literatur sind aber neben der Frage nach einer Vorher- Nachher-Veränderung überdies noch explizite subjektive Vergleiche mit der Branchenentwicklung und dem Business-Plan zu finden. Vgl. Schefczyk (2000a) S.460 und Meier (2006) S.127.

strategischen Auswirkungen und zum Wertbeitrag des PE-Investors erhoben, die zwar nicht Teil des Wirkungsmodells sind, sich aber aus der Literaturanalyse ergeben. Tabelle 11 fasst die primär erhobenen Variablen, deren Operationalisierung und Benennung zusammen.

| Primärvariablen für exploratives Wirkungsmodell | | |
|--|-----------|--|
| Konstrukt | Abkürzung | Erklärung |
| Finanzierungsfunktion | H1a_ W/I | Auswirkungen von höherer Eigenkapitalausstattung (sehr negativ – sehr positiv) |
| | H1b_ W/I | |
| | H1c_ W/I | Auswirkungen von Zugang zu Fremdkapital (Reputation) (sehr negativ – sehr positiv) |
| | H1d_ W/I | Auswirkungen von Finanzierungs-Know-How (sehr negativ – sehr positiv) |
| | H1e_ W/I | Auswirkungen von finanziellem Spielraum / Risikoübernahme (sehr negativ – sehr positiv) |
| vertragliche Governance | H2a_ W/I | Auswirkungen von wachstumsorientierter Anreizstruktur (sehr negativ – sehr positiv) |
| | H2b_ W/I | |
| Monitoring | H3a_ W/I | Auswirkungen von vertraglichen Kontroll- und Interventionsrechte (sehr negativ – sehr positiv) |
| | H3b_ W/I | Auswirkungen von Reporting und Controlling Prozessen (sehr negativ – sehr positiv) |
| | H3c_ W/I | Auswirkungen von Professionalisierung des Managements (sehr negativ – sehr positiv) |
| Value-Added-Services | H4a_ W/I | Auswirkungen von Formulierung Wachstums- und Int.strategie (sehr negativ – sehr positiv) |
| | H4b_ W/I | |
| | H4c_ W/I | Auswirkungen von Brancheninformationen und -erfahrungen (sehr negativ – sehr positiv) |
| | H4d_ W/I | Auswirkungen von Reputation (sehr negativ – sehr positiv) |
| | H4e_ W/I | Auswirkungen von Kompetenzen in Personalauswahl (sehr negativ – sehr positiv) |
| subjektive Performancemaße | UM_s | Auswirkungen von Netzwerken des PE (sehr negativ – sehr positiv) |
| | MA_s | Umsatzwachstum im Vergleich vor Einstieg des PE-Investors (subjektiv) |
| | EGT_s | Beschäftigungswachstum im Vergleich zu vor Einstieg des PE-Investors (subjektiv) |
| | EXP_s | Verbesserung des EGT im Vergleich vor Einstieg des PE-Investors (subjektiv) |
| | EXPM_s | Verbesserung Exportquote im Vergleich vor Einstieg des PE-Investors (subjektiv) |
| | MAA_s | Erhöhung der Anzahl der Exportmärkte im Vergleich vor Einstieg des PE-Investors (subjektiv) |
| | TGA_s | Erhöhung der Mitarbeiter/innen im Ausland im Vergleich vor Einstieg des PE-Investors (subjektiv) |
| objektive Performancemaße | EXP | Anteil ausländischer Umsätze am Gesamtumsatz (Exportquote) |
| | CAGR_E | jährliche Wachstumsraten Exporte über gesamten Betrachtungszeitraum |
| | XP | Anzahl der Exportmärkte |
| | EXPM | Anzahl Mitarbeiter/innen im Ausland |
| | MAA | Anzahl der ausländischen Tochtergesellschaften |

(Fortsetzung auf Folgeseite)

Deskriptive Ergänzungsfragen

| | | |
|-------------------------|---------------|--|
| strategische Auswirkung | INT_AUS_s | Likert-Skala Veränderung der internationalen Ausrichtung (stark reduziert – stark erhöhet) |
| | WACHST_Os | Likert-Skala Wachstumsorientierung (stark reduziert – stark erhöhet) |
| | RISIKO_B_s | Likert-Skala Risikobereitschaft (stark reduziert – stark erhöhet) |
| Mehrwert PE-Investor | MW_s | Likert-Skala PE liefert Mehrwert (stimme keinesfalls zu – stimme voll zu) |
| | HIND_s | Likert-Skala PE stellt Behinderung dar (stimme keinesfalls zu – stimme voll zu) |
| | RESS_s | Likert-Skala PE könnte mehr Ressourcen bereitstellen (stimme keinesfalls zu – stimme voll zu) |
| | K_RES-s | Likert-Skala PE erhöhet Krisenresistenz (stimme keinesfalls zu – stimme voll zu) |
| Wertbeitrag PE-Investor | INT_GR_s | PE hat Einfluss auf Internationalisierungsgrad (stimme keinesfalls zu – stimme voll zu) |
| | GE-OG_MGLK_s | PE erhöhet geographische Möglichkeiten (stimme keinesfalls zu – stimme voll zu) |
| | INT_GESCH W_s | PE erhöhet Internationalisierungsgeschwindigkeit (stimme keinesfalls zu – stimme voll zu) |
| | | |

Kennzeichnung der Variablen: W= Wachstum, I= Internationalisierung, s= subjektive Einschätzung

Tabelle 11: Operationalisierung und Benennung der Primär-Variablen

Neben der Operationalisierung der Wirkungskomponenten war die Vorgehensweise bei der Erhebung von entscheidender Bedeutung, um eine aussagefähige und repräsentative Stichprobe zu erlangen. Im folgenden Unterkapitel 5.1.3.2.4 soll daher kurz auf die Vorgehensweise eingegangen werden.

5.1.3.2.4. Durchführung der Erhebung

Der PE-Markt stellt aufgrund der schlechten allgemeinen Datenverfügbarkeit einen äußerst problematischen Untersuchungsgegenstand⁸³⁶ dar. Angesichts der relativ kleinen Untersuchungsgruppe und der branchentypisch geringen Antwortbereitschaft, insbesondere in Bezug auf exakte Erfolgskennzahlen,⁸³⁷ war das oberste Ziel bei der Festlegung einer geeigneten Vorgehensweise eine möglichst hohe Rücklaufquote zu erreichen. Grundsätzlich kommen für die Erhebung des Sachverhaltes sowohl die PE-Investoren, als auch die PE-finanzierten PU in Frage. Um den *Single Source Bias* zu reduzieren, entschied sich der Autor für eine Erhebung unter den PU.⁸³⁸ Auf diese Weise wird die Gefahr opportunistischen Antwortverhaltens reduziert, da es sich bei dem Evaluationsge-

836 vgl. Kreuter et al. (2006) S.1.

837 Dieser Widerwillen der Informationspreisgabe in der PE-Branche ist gut dokumentiert. Stellvertretend seien an dieser Stelle nur Muzyka et al. (1996) S.278, Higashide und Birley (2002) S.66, Hofer (2005) S.34 und Gietl et al. (2008) S.20 genannt.

838 vgl. Landau (2010) S.221.

genstand (PE-Investor) und dem Befragungssubjekt (PU) um zwei (mehr oder weniger) unabhängige Subjekte handelt.

Erschwerend für eine ausreichende Rücklaufquote kommt im vorliegenden Fall hinzu,

- dass als Ansprechpartner innerhalb der PU nur Vertreter/innen des oberen Managements in Frage kommen, die tatsächliche Erfahrungen mit den PE-Investoren gemacht haben,
- dass es sich bei einigen der subjektiven Erfahrungen um sehr vertrauliche Aussagen über die Beziehung Investor und Management handelt und
- dass insbesondere KMU oft eine besonders geringe Bereitschaft aufweisen, objektive Daten zur Verfügung zu stellen.⁸³⁹

Um dieser Vorgabe gerecht zu werden, wurde ein aufwendiges Erhebungsdesign konzipiert, das mehrere Erhebungsinstrumente beinhaltet.

Um eine maximale Rücklaufquote zu erreichen, wurde in einem ersten Schritt versucht, die Geschäftsführer, Finanzcontrolling- oder *Investor Relations*-Leiter aller 128 in Frage kommender PU telefonisch zu kontaktieren⁸⁴⁰. Wenn möglich wurde in einem persönlichen Gespräch das Projekt vorgestellt und eventuell anfallender Erklärungsbedarf im Vorfeld geklärt.⁸⁴¹ Name und Position der Ansprechpartner wurden der *Firmen Compass*-Datenbank entnommen. Wenn Kooperationsbereitschaft signalisiert wurde, wurde der Fragebogen in einem persönlichen Mail zugesandt.⁸⁴² Die Gespräche wurden größtenteils von einer Forschungsassistentin und einem Forschungsassistenten durchgeführt, die zuvor einige

839 vgl. Bachmann (2009) S.97.

840 19 Unternehmen stellten sich im Laufe der Kontaktaufnahme als insolvent heraus.

841 Hierbei wurde besonders auf die Anonymität der Befragung und die Vertraulichkeit der Informationen hingewiesen.

842 Im Detail wurden 85 Fragebögen zugesandt (65%). 24 Unternehmen (19%) verweigerten die Teilnahme bereits am Telefon und 19 Unternehmen (15%) konnten nicht kontaktiert werden, da sie mittlerweile insolvent geworden waren. Die Unternehmen, die sich weigerten, den Fragebogen zu beantworten, gaben in der Mehrzahl der Fälle an, dass sie prinzipiell keine Fragebögen ausfüllen werden. Ein Non-Response Bias kann deshalb nicht zweifelsfrei ausgeschlossen werden.

Trainingsgespräche mit den Mitarbeitern des Institutes absolvierten und einen detaillierten Gesprächsleitfaden zur Verfügung hatten.

Ein weiteres Mittel zur Erhöhung der Rücklaufquote war die Kooperation mit dem österreichischen Branchenverband der PE- und VC-Investoren (AVCO). Durch diese Kooperation sollte der eigenen Untersuchung zusätzliches Gewicht und Seriosität verliehen werden. Um allerdings mögliche Bedenken der Befragten bezüglich der Vertraulichkeit der Daten zu reduzieren, wurde explizit darauf hingewiesen, dass die Daten einzig und allein durch das Institut für BWL des Außenhandels ausgewertet und nicht weitergegeben werden. Die spätere Identifikation von Fragebögen durch das Institut wurde durch eine individuelle Seriennummer jedes Fragebogens sichergestellt. Zusätzlich wurde im Newsletter der AVCO auf die Studie hingewiesen und die Unternehmen wurden zur Teilnahme angeregt.

Insgesamt wurden in den ersten zwei Wochen 30 Fragebögen retourniert. Nach Ablauf von zwei Wochen wurden jene PU, die Bereitschaft gezeigt hatten, aber nach Ablauf einer Zweiwochenfrist noch nicht geantwortet hatten, erneut telefonisch kontaktiert. Dieser Erinnerung brachte vier weitere Fragebögen.

Nach Ablauf von ca. vier Monaten wurde eine letzte schriftliche Nachfassaktion gestartet, die ebenfalls durch eine Ankündigung im AVCO-Newsletter begleitet wurde. Um den Aufwand für die Befragten zu reduzieren, wurden in diesem Fall alle aus Datenbanken ersichtlichen Kennzahlen (insb. objektive Performancemaße für einzelne Kalenderjahre) im Vorfeld automatisiert ausgefüllt. Zusätzlich versandte die AVCO Fragebögen an alle Mitglieder mit der Bitte, den Fragebogen an deren PU weiterzuleiten. Diese Nachfassaktion brachte aber nur mehr drei vollständig ausgefüllte Fragebögen. Es kann daher davon auszugehen werden, dass die maximale Rücklaufquote fast erreicht wurde. Der gesamte Rücklauf beläuft sich daher auf 36 Fragebögen.

Zwischen der Ersterhebung und der Nachfassaktion wurde mit der sekundären Datenerhebung begonnen.

5.1.3.3. Sekundäre Datenerhebung (Datenbankrecherche)

5.1.3.3.1. Erhebung der objektiven Performancekennzahlen

In einer ausführlichen Datenbankrecherche wurden die objektiven Performancekennzahlen von allen 109 verbliebenen PU, deren 109 Datenbank-Matches und den 32 von den Unternehmen genannten *Respondent-Matches* erhoben. Die hauptsächlich zur Erhebung verwendeten Datenbanken waren *Firmen Compass*, *Amadeus*, *Daphne* sowie die jeweiligen Unternehmenshomepages. Hierbei konnte eine Datenabdeckung von nahezu 90% der Unternehmen erreicht werden.⁸⁴³ Allerdings waren die verfügbaren Daten insbesondere in früheren Jahren teilweise nicht vollständig.⁸⁴⁴ Aus diesem Grund wurde eine Kooperation mit dem österreichischen Kreditschutzverband⁸⁴⁵ eingegangen, der sich bereit erklärte, alle verfügbaren Daten zu Umsätzen und EGT⁸⁴⁶ (insg. 101 fehlende Datenpunkte) zur Verfügung zu stellen. So konnte die Datenabdeckung um fast 400 Beobachtungen zu Umsätzen und EGT verbessert werden. Bei einigen Unternehmen war aus den Datenbanken ersichtlich, dass der Rechnungslegungszeitraum verändert wurde. In diesen Fällen wurde versucht, die Daten anteilmäßig nach Monaten umzurechnen.

843 Im Detail waren für 90% der PE-Unternehmen Mitarbeiterdaten verfügbar, für 81% Umsatzdaten und für 78% EGT Daten.

844 Bezogen auf alle jährlichen Beobachtungen betrug die Datenabdeckung für Mitarbeiter/innen 53%, für Umsatz 53% und für EGT 44%.

845 Auch Burgel et al. (2000), Engel (2001), Engel (2002), Engel und Keilbach (2002) und Peneder et al. (2006) greifen auf kommerzielle Auskunftsteien wie CRE-DITREFORM, Dun & Bradstreet und KSV 1870 zurück, da die öffentlich verfügbaren Informationen für PE-finanzierte Unternehmen nicht ausreichend sind.

846 KSV 1870 konnte leider keine Daten zu den Mitarbeiterinnenständen bereitstellen. Ein besonderer Dank gilt hierbei Herrn Mag. Fasching für die Datenaufbereitung.

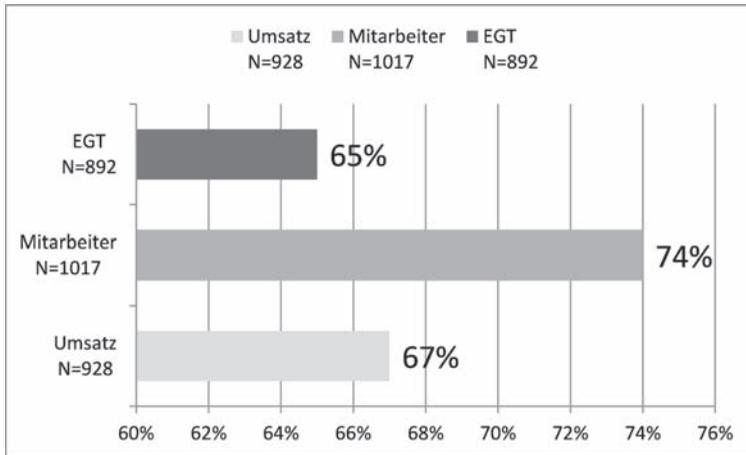


Abbildung 44: Datenabdeckung für Wachstums- und Profitabilitätsvariablen

In einem letzten Schritt wurden alle Unternehmen mit fehlenden Daten per E-Mail angeschrieben. Hierbei wurde abermals versucht, alle verfügbaren Daten bereits in den Fragebogen zu integrieren. Diese Nachfassaktion lieferte allerdings nur mehr einen vernachlässigbaren Rücklauf neuer Daten. Insgesamt brachte die sekundäre Datenerhebung folgendes, in Abbildung 44 dargestelltes Ergebnis.⁸⁴⁷

Zusätzlich zu den objektiven Performedaten wurden zu den jeweiligen PU die primären und sekundären Branchencodes nach ÖNACE-Klassifikation erhoben. Das Einstiegsjahr und die Dauer der Beteiligung wurden zur Kontrolle von Konjunkturreffekten und asymmetrischer Wertschöpfung über die Haltedauer des PU verwendet.

Außerdem wurde mit Hilfe mehrerer *Dummy-Variablen* berücksichtigt, ob es sich um ein syndiziertes Investment, eine Mehrheits- oder Minderheitsbeteiligung bzw. einen inländischen oder ausländischen PE-Investor handelt. Um für Lebenszykluseffekte zu kontrollieren, wurde das Alter des Unternehmens als Kontrollvariable berücksichtigt. Tabelle 12 fasst

⁸⁴⁷ Um auf eine abermalige Darstellung der Datenabdeckung zu verzichten, beinhalten diese bereits Database Matches und Respondent Matches, deren Identifikation erst im Folgekapitel erklärt wird.

die Operationalisierung und Benennung der sekundär gewonnenen Variablen zusammen.

| Sekundärdaten zur konfirmatorischen Impact-Messung | | |
|--|--|---|
| Konstrukt | Abkürzung | Erklärung |
| Performancevariablen | UM t-1 bis t6 | jährliche Umsatzwachstumsraten (nach Jahr 1-6 der Beteiligung) |
| | UM2003-2009 | jährliche Umsatzwachstumsraten (nach Kalenderjahr 2002-2003) |
| | CAGR_UM | jährliche Wachstumsrate über den gesamten Betrachtungszeitraum |
| | MA t-1 bis t6 | jährliche Beschäftigungswachstumsraten (nach Jahr 1-6 Beteiligung) |
| | MA2003-2009 | jährliche Beschäftigungswachstumsraten (nach Kalenderjahr 2002-2003) |
| | CAGR_MA | jährliche Beschäftigungswachstumsraten über gesamten Betrachtungszeitraum |
| | EGT t-1 bis t6 | Ergebnis gewöhnlicher Geschäftstätigkeit (nach Jahr 1-6 der Beteiligung) |
| Kontrollvariablen | Alter | Alter der PU in Jahren |
| | Dauer | Dauer der Beteiligung in Jahren |
| | Einstieg_Jahr | Einstiegsjahr des PE-Investors (zentralisiert) |
| | Inland_Ausland | Dummy inländischer Investor vs. ausländischer Investor |
| | Min_Mehr | Dummy Mehrheitsbeteiligung vs. Minderheitsbeteiligung |
| | SYN | Dummy syndiziertes Investment |
| | BR1-6 | Dummy Branche ÖNACE 1-Steller |
| | BR25-2x | Dummy Branche ÖNACE 2-Steller |
| | J2004-2009 | Dummy Kalenderjahr |
| | PEvsDB | Dummy PE-Investor vs. Datenbank-Match |
| PEvsRM | Dummy PE-Investor vs. Respondent-Match | |

Kennzeichnung der Variablen: t-1-t6= Jahr 1 vor bis maximal 6 der Beteiligung

Tabelle 12: Operationalisierung und Benennung der Sekundär-Variablen

Im Anschluss an die Sekundärerhebung wurde das *Matching* in der *Amadeus*-Datenbank durchgeführt. Auf dieses soll im folgenden Unterkapitel 5.1.3.3.2 näher eingegangen werden.

5.1.3.3.2. Matching-Algorithmus

Die methodisch höchst entwickelte Form des *Matching* stellen *Nearest-Neighbour*-Verfahren oder sogenannte *Propensity Score Matching*-Verfahren dar.⁸⁴⁸ Mit diesen kann aus einer großen Grundgesamtheit anhand multipler Kriterien das statistisch „ähnlichste“ Unternehmen be-

848 Für eine ausführliche Diskussion über die Verwendung von Propensity Score Matching-Verfahren in nicht experimentellen Impact-Studien seien Leserinnen und Leser auf Dehejia und Wahba (2002) S.151ff verwiesen.

rechnet werden.⁸⁴⁹ Im Bereich der PE-*Impact*-Forschung wurden derartige Verfahren von Davis et al. (2008) aber auch Peneder et al. (2006) und Engel (2002) im deutschsprachigen Raum angewandt. Voraussetzung für ein derartiges *Propensity Score Matching* sind ein ausreichender Pool an potentiellen Vergleichsunternehmen sowie eine ausreichende Datenverfügbarkeit in Bezug auf die nach konzeptionellen Überlegungen relevantesten *Matching*-Kriterien. Im vorliegenden Fall war ein statistisches *Matching* nicht möglich, da kein ausreichender Zugang zu Datenbanken bestand.⁸⁵⁰ Andererseits sprechen aber auch ganz einfache Überlegungen für einen einfacheren *Matching*-Algorithmus:

- Erstens wurde mit Peneder et al. (2006) bereits eine derartige Studie durchgeführt und wichtiger noch,
- erlaubt ein einfacher *Matching*-Algorithmus bei ausreichend kleiner Grundgesamtheit eine Plausibilitätsprüfung im Einzelfall und gegebenenfalls eine Einbeziehung weiterer *Matching*-Kriterien.⁸⁵¹

Die erste zu klärende Frage stellt die Anzahl der heranzuziehenden Vergleichsunternehmen pro PU dar. Abbildung 45 zeigt die methodischen Abwägungen, die in der Entscheidung für einen Ansatz zu beachten sind.

849 vgl. Dehejia und Wahba (2002) S.151.

850 Im österreichischen Raum verfügt nur der KSV 1870 über ausreichende Daten, um ein derartiges *Matching* durchzuführen, und kooperierte hierin auch mit Peneder et al. (2006) in der bisher einzigen *Propensity Score Matching* Studie zum österreichischen PE-Markt.

851 So wurden in vereinzelten Fällen, in denen mehrere PU die Kriterien des *Matching*algorithmus erfüllten, die Produkt- und Unternehmensbeschreibungen der Datenbanken und Unternehmenshomepages in eine Art „*Feinmatching*“ einbezogen. Andererseits wurden in vereinzelten Fällen gematchte Unternehmen nach dem *Matching* ausgeschlossen, da auf Basis der Unternehmensbeschreibung hohe Bedenken gegenüber einer Vergleichbarkeit bestanden.

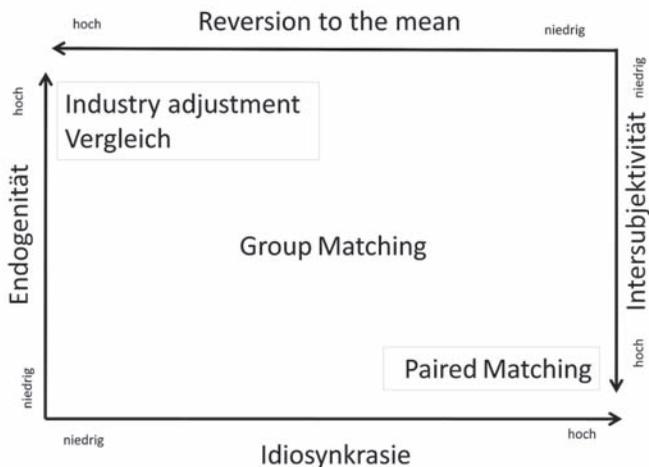


Abbildung 45: Methodischer Trade-off in der Auswahl des Matching-Ansatzes

Wie bereits in Unterkapitel 3.2 erwähnt, erhöht ein Vergleich mit einem Branchenaggregat das Ausmaß der Endogenität, was dazu führt, dass die durch den PE-Investor vollzogene Selektion die Interpretation der Wachstumsdifferenz beeinträchtigt.⁸⁵² Darüber hinaus besteht bei einem Vergleich mit dem Branchenmittel die Gefahr einer Mittelwertrückkehr (*Reversion to the mean* Effekt). Diese würde das Ergebnis verzerren, wenn PE-Investoren Unternehmen in Phasen unterdurchschnittlicher Performance erwerben.

Das zweite Extrem stellt ein paarweises *Matching* dar.⁸⁵³ In diesem Fall wird versucht, die Endogenität durch gezieltes *Matching* mit einem einzigen, (idealerweise) identen Vergleichsunternehmen zu reduzieren. Selbstverständlich führt die Konzentration auf ein Unternehmen zu einer stärkeren Abhängigkeit von diesem Unternehmen. Idiosynkratische Entwicklungen im Vergleichsunternehmen werden als Wachstumsvor-

852 Diese Vorgehensweise wird insbesondere in kommerziellen Studien verwendet. Beispiele hierfür sind Gervasoni et al. (2001), EVCA (2002a), EVCA (2002b), CMBOR (2005), Price Waterhouse Coopers (2005), Achleitner et al. (2006), AFIC (2008a) oder Ernst & Young (2009a).

853 Dies ist beispielsweise in Liebeskind et al. (1992), Jain und Kini (1995), Weir und Laing (1998), Manigart und Van Hyfte (1999), Munari et al. (2006), Loos (2006), Cressy et al. (2007b) sowie in Bertoni et al. (2010) zu finden.

sprung der PE-Untersuchungsgruppe interpretiert. Aus diesem Grund wenden einige Autor/innen⁸⁵⁴ einen Mischansatz an und *matchen* das PU mit der durchschnittlichen Entwicklung einer kleinen Vergleichsgruppe. Hierbei wird allgemein empfohlen, nicht mehr als vier Vergleichsunternehmen pro Untersuchungsunternehmen heranzuziehen.⁸⁵⁵

Wenngleich die Vorteile dieses Ansatzes berücksichtigt werden müssen, so wurde in der vorliegenden Studie das Verfahren des paarweisen *Matchings* gewählt. Die Entscheidung erfolgte aus der Überlegung, dass im Rahmen der Untersuchung neben dem *Matched Sample*-Vergleich ein Vergleich auf Branchenebene erfolgt, wodurch in Kombination mit einem paarweisen *Matching* beide Extreme der methodischen Palette ausgeschöpft werden. Darüber hinaus werden auf Ebene des Vergleichs zwischen Kontrollgruppe und Vergleichsgruppe Mittelwerte verwendet, welche die Problematik idiosynkratischer Schocks reduzieren, sofern davon ausgegangen werden kann, dass diese über die Stichproben hinweg gleichverteilt sind.

Durch das paarweise *Matching* der PE-Unternehmen mit einem vergleichbaren Unternehmen der gleichen NACE-Codierung und die Berücksichtigung des zeitlichen Rahmens der Beteiligung wird die verzerrende Wirkung von Branchenzugehörigkeit und von gesamtwirtschaftlichen Faktoren reduziert.⁸⁵⁶ Die Vorgehensweise erlaubt daher zumindest teilweise die Bereinigung der Wachstumswirkung um Markteffekte.⁸⁵⁷

854 Zu nennen sind hier insbesondere Smart und Waldfogel (1994), Guo et al. (2007) S.14, und Boucly et al. (2009) mit jeweils fünf Vergleichsunternehmen, Singh (1990) und Amess (2002) mit jeweils zwei Vergleichsunternehmen und Muscarella und Vetsuypens (1990), Finance (2004), Peneder et al. (2006) und Cressy et al. (2007b) S.9 mit mehreren unterschiedlichen Vergleichsgruppenspezifikationen.

855 vgl. Garey (2004) S.3.

856 Eine residuale Ungenauigkeit ergibt sich aus Unterschieden zwischen Unternehmen innerhalb eines Branchencodes und durch die Verwendung jährlicher statt monatlicher Betrachtungszeiträume. So kann beispielsweise ein Investment, das Ende des Kalenderjahres von einem Investor übernommen wird, nicht von einem Investment unterschieden werden, das am 01.01. übernommen wird. In beiden Fällen erfolgt die Wirkungsanalyse auf Basis desselben Einstiegsjahres.

857 vgl. Gottschalg et al. (2004) S.39.

Im Detail wurden alle Unternehmen gesucht, welche die gleiche Kombination des primären und sekundären Branchencodes aufwiesen.⁸⁵⁸ Insbesondere die pauschalisierende Zuordnung von stark diversifizierten Unternehmen zu einem oder zwei Branchencodes wird in der wissenschaftlichen Literatur oft als problematisch angesehen.⁸⁵⁹ Im vorliegenden *Sample* von überwiegend spezialisierten KMU ist aber nicht von einer starken Verzerrung auszugehen. Aus der Ergebnisliste wurde jenes österreichische Unternehmen ausgewählt,

- das nicht bereits als Teil der Untersuchungsgruppe von einem PE-Investor finanziert wurde,
- das in Bezug auf Mitarbeiter/innen und Umsatz dem PU am nächsten war und
- dessen Daten entweder in der *Firmen Compass*-Datenbank oder in der *Amadeus*-Datenbank verfügbar waren.⁸⁶⁰

In einigen Fällen erlaubte der *Matching*-Algorithmus im ersten Schritt keine Zuordnung, da die Anzahl der Unternehmen mit derselben Kombination an Branchenfaktoren nicht ausreichend war.⁸⁶¹ In diesem Fall wurde die Suche mit dem primären Branchencode wiederholt. Wenn auch diese Vorgehensweise kein zufriedenstellendes Ergebnis brachte, wurde der regionale Untersuchungsrahmen auf Deutschland ausgeweitet.⁸⁶² Lieferte der erste *Matching*-Schritt mehrere mögliche Vergleichsunternehmen, wurden die Internetauftritte der Unternehmen in die Entscheidung einbezogen.⁸⁶³ Um eine Übergewichtung eines Unternehmens,

858 Verwendet wurden die 4-Steller der ÖNACE 2008-Klassifizierung. In einigen Fällen wiesen Unternehmen nur einen primären ÖNACE-Branchencode auf. In diesen Fällen wurde die etwas umfangreichere Klassifizierung nach WZ 2008 des Statistischen Bundesamtes verwendet. Details zu den Klassifikationsansätzen in Statistisches Bundesamt Deutschland (2008) und Statistik Austria (2011a).

859 vgl. Dess und Robinson (1984) S.266.

860 Einen sehr ähnlichen Matchingalgorithmus wenden Jain und Kini (1995), Manigart und Van Hyfte (1999), Cressy et al. (2007b), Cressy et al. (2007a) und Pellón (2009) an.

861 Als Richtwert wurde hier ein maximal doppelt so hoher bzw. niedriger Umsatz bzw. maximal doppelt so hohe Anzahl der Mitarbeiter/innen angenommen.

862 In einem besonderen Fall war die Ausweitung auf den gesamteuropäischen Raum notwendig, um ein vergleichbares Unternehmen zu identifizieren.

863 Außerdem verfügt die Amadeus-Datenbank über eine Volltextsuche aller Unternehmensbeschreibungen, die ebenso mit einbezogen wurde.

und somit eine Verzerrung des Ergebnisses zu vermeiden, wurde versucht, Unternehmen nur einmal als Vergleichsunternehmen heranzuziehen.⁸⁶⁴

Um den *Matching*-Prozess zu verbessern bzw. um eine Möglichkeit der Validierung zu erschließen, wurde eine methodische Variante⁸⁶⁵ im Untersuchungsdesign integriert: Zusätzlich zum Vergleich mit einem *Matched Sample* aus der *Amadeus* Datenbank wurden die PU in den zugesandten Fragebögen nach dem „größten produktmäßigen Konkurrenten in ihrem umsatzstärksten Kernmarkt“ gefragt.⁸⁶⁶ Dieses in weiterer Folge *Respondent-Matching* genannte Verfahren hat gegenüber *Nearest Neighbour*-Methoden und einfachen *Matching*-Algorithmen den Vorteil, dass mit Hilfe der besonderen Marktkenntnis der Befragten weitaus mehr Faktoren in das *Matching*-Verfahren einbezogen werden können. Dies erscheint insbesondere im Bereich der PE-Forschung sinnvoll, da es sich bei vielen der finanzierten PU um sogenannte „Nischen-Champions“ handelt, die sich einem *Matching* auf Basis von rein quantitativen Faktoren entziehen. Durch die Einschätzung der Befragten kann beispielsweise die Qualität und Innovativität des Produktes eingeschätzt und mit einbezogen werden.

Insgesamt ist zu attestieren, dass das vorgenommene *Matching*, im Gegensatz zu statistischen *Propensity Score Matching*-Modellen, nicht gänzlich auf Basis objektiver, messbarer Kriterien erfolgen konnte. Es wurde aber im Sinne eines optimalen *Matches* versucht, so viele Kriterien wie möglich einfließen zu lassen. Die Unschärfe des *Matching*-Algorithmus ist also, wie in Unterkapitel 3.2.2 bereits diskutiert, teilweise durch einen höheren inhaltlichen Leistungsbereich gerechtfertigt.⁸⁶⁷ Nach Einschätzung des Autors konnte insgesamt auf Basis der verfügbaren Daten eine

864 In zwei Branchen mit sehr hoher PE-Konzentration war dies nicht möglich. Insgesamt vier Unternehmen befinden sich daher zweimal im Sample der Vergleichsunternehmen, aber immer mit einem anderen Beteiligungshorizont.

865 Zumindest ist dem Autor keine derartige Studie bekannt.

866 Um bewusste Manipulationen zu vermeiden, wurde nicht offengelegt, dass die Nennung in weiterer Folge als Vergleichsunternehmen herangezogen würde.

867 Eine weitere Rechtfertigung bildet die Tatsache, dass mit Peneder et al. (2006) bereits eine umfangreiche *Propensity Score Matching* Studie für den österreichischen PE-Markt vorhanden ist. Der direkte Vergleich der beiden Ansätze verspricht also methodische Rückschlüsse und Rückschlüsse auf das Ausmaß des PE-spezifischen Selektionseffektes.

ausreichend homogene Vergleichsgruppe generiert werden, allerdings muss jede Interpretation immer unter Maßgabe der Unschärfe des *Matching*-Verfahrens und der verbleibenden Restendogenität erfolgen.

5.1.3.3.3. Erhebung der Branchenvergleichswerte

Als Branchenvergleichswerte wurden die von *Statistik Austria* im *Wirtschaftsatlas* publizierten Daten zu Umsatz und Beschäftigten herangezogen. Hierbei musste für die Jahre vor 2003 eine Umrechnung der Daten von der *ÖNACE 2003*-Klassifizierung auf die *ÖNACE 2008*-Klassifizierung vorgenommen werden.⁸⁶⁸ Im Falle von Export liegen nur die Daten nach *SITC Rev. 3*⁸⁶⁹ vor, weshalb für jedes Unternehmen nachträglich der *SITC*-Code in der *Amadeus*-Datenbank erhoben wurde.

Nachdem nunmehr die Erhebung der Daten beschrieben wurde, kann zur Auswertung übergegangen werden. Wie bereits erwähnt, startet das fünfstufige Untersuchungsdesign mit der konfirmatorischen Analyse des *Impacts*, welche an sich wieder eine vierstufige Feinstruktur aufweist.

5.2. Konfirmatorische Analyse des *Impacts*

Zielsetzung der konfirmatorischen Analyse ist eine Überprüfung des unterstellten Wirkungszusammenhangs zwischen PE Einflussnahme und Unternehmenswachstum bzw. -internationalisierung. In einem ersten Schritt werden die Angaben der PU hinsichtlich ihres Wachstums

- *deskriptiv ausgewertet* (Unterkapitel 5.2.1). In weiterer Folge werden die objektiven Wachstums- und Internationalisierungsmaße unterschiedlichen Vergleichswerten bzw. Gruppen gegenübergestellt. Während Unterkapitel 5.2.2 sich hierbei eines
- *Vergleichs mit aggregierten makro-ökonomischen Wachstumsdaten* bedient (*Industry Adjustment Approach*), wird in Unterkapitel 5.2.3 ein
- *Vergleich mit einem Matched Sample* vorgenommen. Abgeschlossen wird die *Impact*-Studie durch einen eigens konzipierten
- *Respondent-Match Vergleich* in Unterkapitel 5.2.4.

868 Die Umrechnung erfolgte nach den von der Statistik Austria publizierten Konversionsfaktoren. Vgl. Statistik Austria (2008).

869 Siehe hierzu United Nations (2011).

5.2.1. Deskriptive Auswertung der Unternehmensdaten

Die folgende deskriptive Auswertung weist eine zweistufige Feinstruktur auf. In einem ersten Schritt wird in Unterkapitel 5.2.1.1 die Rücklaufquote untersucht und mit ähnlichen Studien verglichen, um Rückschlüsse auf die Repräsentativität der Ergebnisse zu gewinnen. Des Weiteren wird die Verteilung unterschiedlicher Variablen überprüft, um das *Sample* hinsichtlich möglicher systematischer Verzerrungen (*Bias*) zu untersuchen. In einem zweiten Schritt wird sodann in Unterkapitel 5.2.1.2 die Unternehmensdemographie der Untersuchungsgruppe präsentiert. Anhand der Wachstums- und Internationalisierungsdaten können erste Aussagen über das absolute Ausmaß der Veränderungen der PU-Performance gemacht werden.

5.2.1.1. Rücklauf und mögliche Bias

Vor einer Beurteilung der Rücklaufquote ist eine Überprüfung der Grundgesamtheit der identifizierten PU notwendig. Durch diese soll sichergestellt werden, dass auch ein genügend hoher Anteil aller in Österreich angesiedelter PU identifiziert wurde.

Peneder et al. (2006) sprechen 2006 noch von einer Grundgesamtheit von 174 österreichischen PE- und VC-finanzierten Unternehmen über einen achtjährigen Beobachtungszeitraum von 1996 bis 2004.⁸⁷⁰ Hofer (2005) zieht die Einträge der *VentureOne*-Datenbank heran und spricht von einer Grundgesamtheit von 181 PE- oder VC-finanzierten Unternehmen⁸⁷¹. Sommer (2009) ist der einzige Autor, der den Versuch macht, die Grundgesamtheit an Expansionsfinanzierungen in Österreich zu berechnen, und kommt zu dem Schluss, dass mit Stand 2007 insgesamt 160 Expansionsfinanzierungen in Österreich angesiedelt waren. Dieser Bestandwert liegt zwar über der in dieser Studie identifizierten Anzahl von 109 PU, beinhaltet allerdings Dienstleistungsunternehmen und nicht renditeorientierte PE-Fonds, die, wie bereits gezeigt, ca. 50% aller Investitionen ausmachen.⁸⁷² In Summe lassen diese Vergleiche wenig Zweifel daran, dass es sich bei der identifizierten Grundgesamtheit beinahe um

870 Peneder et al. (2006) S.24 ergänzen einen Datensatz der AVCO von 119 mit 55 selbst identifizierten Unternehmen.

871 Hofer (2005) S.45.

872 Sommer (2009) S.131.

eine Gesamterhebung des österreichischen Marktes für Spätphasenfinanzierungen handelt. Somit ist bei der Auswahl der PU von keinem *Bias* auszugehen.

Aus dieser studienrelevanten Grundgesamtheit kann sodann der Abdeckungsgrad der Sekundärdaten beziehungsweise die Rücklaufquote der Fragebogenaktion beurteilt werden. In Bezug auf Umsatz, Mitarbeiter/innen und EGT kann die Studie auf Daten von insgesamt 96, 98 bzw. 93 PU zurückgreifen. Allerdings ist die Datenabdeckung der einzelnen PU nicht immer über die gesamte Beteiligungsdauer gegeben.

Wie bereits erwähnt, besteht in weniger weit zurück liegenden Jahren eine höhere Datenverfügbarkeit, wodurch es zu einem leichten *Bias* zu Gunsten aktueller Beteiligungen kommt. Auch bei der Identifikation der Unternehmen kann ex-post nicht ausgeschlossen werden, dass ein ähnlicher *Bias* vorliegt. Ein Blick auf die Verteilung der Beobachtungen nach dem Kalenderjahr des Einstiegs in Abbildung 46 legt aber keine derartige Annahme nahe.

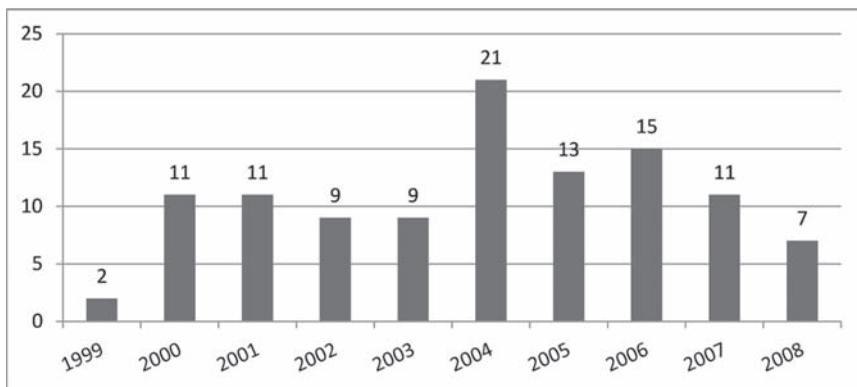


Abbildung 46: Verteilung der PE-Beteiligungen nach Jahr des Einstiegs

Klassifiziert man beispielsweise die identifizierten PU nach ihrem Einstieg in zwei Kohorten (1999-2003 und 2004-2008), so legt dies ein Wachstum des PE-Marktes zwischen den beiden Kohorten von 55% nahe, was fast exakt dem Anstieg des von der AVCO vermeldeten *Fundrai-*

sings entspricht.⁸⁷³ Insgesamt ist auf Basis dieser Überlegungen und einer Datenabdeckung von nahezu 90% über die unterschiedlichen Performance-Variablen von einer repräsentativen Stichprobe zu sprechen, wobei ein leichter *Bias* hin zu jüngeren Investments nicht auszuschließen ist.

Anders gestaltet sich die Beurteilung der Repräsentativität der durchgeführten Fragebogenerhebung. Tabelle 13 stellt die Rücklaufquote der vorliegenden Untersuchung ähnlichen fragebogenbasierten *Impact*-Studien im deutschsprachigen Raum gegenüber. Die erreichte Rücklaufquote von 33% liefert an sich keinen Grund zur Besorgnis. Von den vergleichbaren Studien konnten nur Peneder et al. (2006) auf eine höhere Rücklaufquote aufweisen. Auch im Vergleich zu einigen prominent publizierten wissenschaftlichen Beiträgen der englischsprachigen Forschung ist die Rücklaufquote als mehr als überdurchschnittlich einzustufen.⁸⁷⁴

| Autor | Peneder et al. (2006) | Hofer (2005) | Sommer (2009) | Schefczyk (2000a) | Gietl (2010) | Eigene Studie |
|------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|-----------------------------|-------------------------|----------------------------|
| Grundgesamtheit | 166 PE i.w.S. (Österreich) | 181 PE i.w.S. (Österreich) | 160 PE i.e.S. (Österreich) | 157 PE i.w.S. (Deutschland) | 3567 PE i.w.S. (Europa) | 109 PE i.e.S. (Österreich) |
| RLQ | 51% | 12% | 9,3% | 19% | 7,5% | 34% |
| N | 84 | 22 | 15 | 28 | 269 | 37 |

Tabelle 13: Grundgesamtheit und Rücklaufquoten vergleichbarer PE-Impact-Studien

Anzumerken ist auch, dass die vorliegende Untersuchung weit über den vom europäischen Branchenverband (EVCA) publizierten kommerziellen Studien liegt, welche jeweils Rücklaufquoten von 13% und 7% aufweisen.⁸⁷⁵ Wichtiger aber noch als die Höhe der erreichten Rücklaufquote ist die systematische Verteilung für die Analyse relevanter Eigenschaften zwischen jenen Unternehmen, die auf den Fragebogen geantwortet ha-

873 Zwischen 1999 und 2003 wurden insgesamt 896 Mio. EUR von PE-Fonds eingeworben. In der Periode 2004 bis 2008 waren es 1.375 Mio. EUR, was einem Wachstum von 53% entspricht. Auffällig ist die Häufung der Beobachtungen im Jahr 2004, für die keine Erklärung gefunden werden konnte.

874 Zu nennen sind hier beispielsweise Lockett et al. (2008) S.45 in *Small Business Economies* mit einer Rücklaufquote von 6,5%, Fried et al. (1998) S.496 im *Journal of Business Venturing* mit 18%, Smolarski und Kut (2009) S.7 in *International Entrepreneurship and Management Journal* mit 19% und letztendlich Busewitz et al. (2004) S.797 in *Journal of Business Venturing* mit 22%.

875 vgl. EVCA (2002a) S.17 und CMBOR (2005) S.29.

ben, und jenen, die eine Beantwortung verweigert haben. Hierbei besteht insbesondere die Gefahr einer systematischen Verzerrung (*Non-Response Bias*) durch Unternehmen, welche ein entscheidendes Charakteristikum, wie beispielsweise einen überdurchschnittlichen Erfolg, teilen.

Den *Respondent-Bias* auszuschließen ist aufgrund der fehlenden Daten für die unbekannte Gesamtheit der nicht antwortenden PU nicht möglich. Die geringe absolute Rücklaufquote erlaubt keinen sinnvollen Vergleich von Früh- und Spätantwortenden.⁸⁷⁶ Die einzige Möglichkeit zu beurteilen, ob eine systematische Verzerrung vorliegen könnte, ist die Untersuchung der Daten auf Über- bzw. Unterrepräsentation einzelner beobachtbarer Merkmale.⁸⁷⁷

Insgesamt waren an den 37 PU 66 Investoren beteiligt. Nur fünf PE-Fonds waren in mehr als einem PU beteiligt und der dominanteste Investor war bei fünf PU beteiligt.⁸⁷⁸ Es scheint daher keinen *Bias* bezüglich spezieller Investoren zu geben. Mit einem durchschnittlichen Alter von 7,7 Jahren gegenüber einem Wert der Grundgesamtheit von 6,1 Jahren ist auch auf keine intertemporären Verzerrungen zu schließen. Ob ein *Respondent-Bias* zu Gunsten erfolgreicher Unternehmen besteht, kann durch einen Vergleich der Wachstums- und Internationalisierungskennzahlen der beantwortenden Unternehmen mit jenen der sekundär erhobenen Unternehmen beurteilt werden. Die jährlichen Wachstumsraten (CAGR) von Beschäftigung bzw. Umsatz lagen bei den antwortenden Unternehmen bei durchschnittlich 3,4 bzw. 9,7 % p.a. und bei dem aus der Datenbank gewonnenen *Sample* bei 3,2% bzw. 7,8% p.a. Wenngleich ein *Respondent-Bias* damit nicht ausgeschlossen werden kann, so liefert dieser Vergleich eine Indikation, dass er sich auf Umsatzkennzahlen beschränkt und sich in einem Rahmen von max. 2% p.a. bewegt.

Auch bezüglich der Positionen, die antwortende Personen in den PU belegen, besteht wenig Grund systematische Verzerrungen anzunehmen. Ein derartiger *Key Informant-Bias* kann dadurch zustande kommen, dass

876 vgl. Landau (2010) S.237f.

877 vgl. Landau (2010) S.232f.

878 Diese Dominanz entspricht auch der langen Investmenterfahrung (Track Record) der Managementgesellschaft und der dominanten Kapitalausstattung der von ihnen betriebenen Fonds im Vergleich zu anderen österreichischen Konkurrenten. Vgl. Global Equity Partners (2011b).

zwischen der Wahrnehmung unterschiedlicher funktionaler Positionen in den Unternehmen, beispielsweise durch Hierarchieebenen, systematische Unterschiede bestehen.⁸⁷⁹ In der vorliegenden Untersuchung sind die Antwortenden überwiegend im oberen Management anzusiedeln, wie Abbildung 47 zeigt. In 24% bzw. 27% Fällen wurde der Fragebogen vom Geschäftsführer (CEO) oder Finanzvorstand (CFO) des PU ausgefüllt. Weitere 24% wurden von den jeweiligen Leitern der *Controlling* oder Rechnungswesensabteilungen ausgefüllt und 11% von den Leitern der *Investor Relations*-Abteilungen. Unter der Kategorie „andere Positionen“ finden sich keine Fragebögen, von denen anzunehmen wäre, dass sie von Personen ausgefüllt wurden, die nicht dafür geeignet wären.⁸⁸⁰

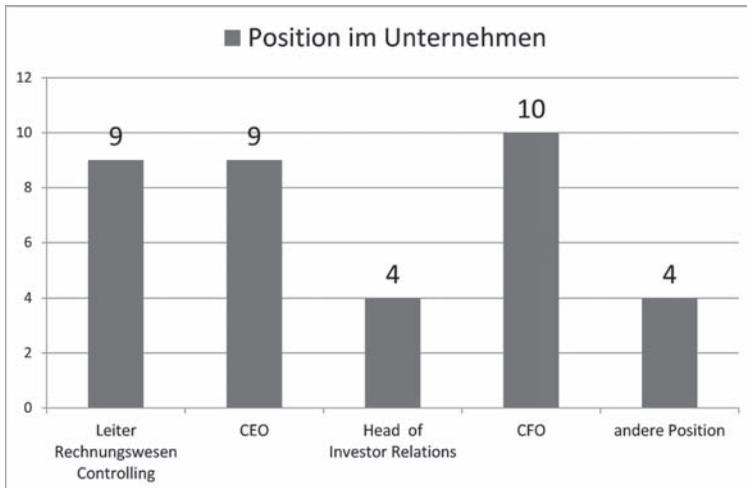


Abbildung 47: Antwortende Personen und deren Positionen in den PU

Zu guter Letzt ist noch die geringe absolute Rücklaufquote, welche die Anwendung einiger komplexer statistischer Verfahren leider ausschließt, anzukreiden. Im folgenden Unterkapitel 5.2.1.2 soll die Struktur und Zusammensetzung der identifizierten PU näher untersucht werden. Einen ersten konfirmatorischen Hinweis über die Auswirkungen von PE-

879 Bagozzi et al. (1991) S.424 in Landau (2010) S.238.

880 Im Detail gaben zwei dieser fünf Personen an, im Vorstand des Unternehmens zu sitzen. Jeweils eine Person war Prokurist, stellvertretender Geschäftsführer und Bereichsleiter Finanzen.

Investoren auf das Unternehmenswachstum und die Internationalisierung liefert der Vorher- Nachher-Vergleich der finanzierten PU.

5.2.1.2. Deskription des PU *Samples*

Die folgende Tabelle 14 fasst die wichtigsten Teilnehmungsmerkmale der 109 studienrelevanten PU statistisch zusammen.

| Variablenbeschreibung | Variablen- Kennzeich- nung | N | Mini- mum | Maxi- mum | Mittelwert | Stand- ard- abweichung |
|---|----------------------------------|-----|--------------|--------------|------------|------------------------------|
| annualisiertes Umsatz- wachstum (%p.a.) | CAGR_UM | 96 | 57 | 59 | 7,8 | 16 |
| annualisiertes Mitarbei- ter/innen Wachstum (%p.a.) | CAGR_MA | 99 | 20 | 35 | 3,2 | 9 |
| Mitarbeiter/innen Jahr vor Beteiligung | MA_tm1 | 99 | 6 | 6.461 | 399 | 734 |
| Umsatz Jahr vor Beteili- gung (Mio. EUR) | UM_tm1 | 96 | 0,252 | 594 | 51,419 | 84,153 |
| Alter des PU | Alter | 109 | 7 | 304881 | 50 | 52 |
| Ergebnis aus gewöhnli- cher Geschäftstätigkeit Jahr vor Beteiligung (Mi- o. EUR) | EGT_tm1 | 94 | -17,91 | 20,53 | 1,31 | 5,47 |
| Dauer der PE Beteiligung | Dau- er_Beteil | 109 | 2 | 11 | 6 | 2 |
| Jahr des Einstiegs des PE Investors | Ein- stieg_Jahr | 109 | 1999 | 2008 | 2004 | 2 |

Tabelle 14: Deskriptive Auswertung der PU Unternehmensdaten

abhängige Variablen:

Eine erste Indikation über das Wachstum von PE-finanzierten Unternehmen liefern die jährlichen Wachstumsraten (CAGR). Diese liegen in Bezug auf Umsatz bei 7,8% p.a. (Median 7,23%) und in Bezug auf Mitarbeiter/innen bei 3,23% p.a. (Median 2,84%). Die Streuung der Werte um den Mittelwert ist mit einer Standardabweichung von 16% p.a. bzw. 9%

881 Bei dem Unternehmen mit dem Gründungsjahr 1707 handelt es sich um ein von Kaiser Joseph I gegründetes Unternehmen, welches 2001 vom staatlichen in privaten Besitz übergeführt wurde.

p.a. sehr hoch⁸⁸². Das höchste jährliche Wachstum liegt bei 59,18% p.a. des Umsatzes.⁸⁸³

unabhängige Variablen:

Rund 50% der Beteiligungen,⁸⁸⁴ also 56, sind syndiziert und 72% der Beteiligungen sind Mehrheitsbeteiligungen. An insgesamt 37 bzw. 33% der PU sind ausländische Investoren beteiligt. Im Durchschnitt haben die PE-Beteiligungen eine bisherige Dauer von 6,13 Jahren.⁸⁸⁵ Die minimale Beteiligungsdauer liegt gemäß der Definition der studienrelevanten Grundgesamtheit bei zwei Jahren. Der Grund für diese überraschend lange Beteiligungsdauer liegt in einem hohen Anteil an Langzeitinvestitionen.⁸⁸⁶ Immerhin 60 der 109 PU finanzieren seit sechs oder mehr Jahren mit PE. Beim Einstieg wies das typische PU im Mittel einen Umsatz von 51,4 Mio. EUR (Median 28,8 Mio.) auf und beschäftigte 338 Mitarbeiter/innen (Median 144).⁸⁸⁷ In Bezug auf die durchschnittliche Mitarbeiterzahl über den gesamten Beteiligungsverlauf weist das *Sample* eine sehr starke Streuung auf. Die Beobachtungen reichen von sechs Mitarbeiter/innen bis 6.461 Mitarbeiter/innen. Wie aus dem Vergleich zwischen Median und Mittelwert ersichtlich, ist die Verteilung der Unternehmen in Bezug auf Mitarbeiter/innen und Umsatz stark rechtsschief und wird

882 Im Allgemeinen wurde es im Rahmen der gesamten Analyse vermieden, Extremwerte aus dem Datensatz zu entfernen, wenn nicht der Verdacht nahelag, dass es sich um einen Messfehler handelte.

883 Es handelt sich hierbei um ein Unternehmen der Telekommunikationsbranche, für das Beobachtungen über zwei Jahre vorliegen.

884 Auch dieser Wert entspricht genau den von der EVCA publizierten Werten für Österreich. EVCA (2009a) S.49. Landau (2010) S.249 findet in ihrem europaweiten *Sample* einen höheren Wert von 68,9%.

885 Im Median beträgt die Beteiligungsdauer sechs Jahre. 66% aller PE-Investitionen sind noch nicht veräußert, sondern werden von den Fonds noch gehalten.

886 Dieser Wert entspricht exakt dem von Peneder et al. (2006) S.6 gefundenen Median. Wichtig anzumerken ist hierbei, dass in diesen Fällen meist nicht ein einziger PE-Investor über die gesamte Beteiligungsdauer beteiligt war, sondern dass es sich um Secondary Transaktionen handelt, in denen das Unternehmen von einem PE-Investor an einen anderen PE-Investor weitergegeben wurde.

887 Die Minimalwerte für Umsatz und Mitarbeiter/innen unterschreiten die in Unterkapitel 5.1.1 angesprochenen Abgrenzungskriterien zu Frühphasenfinanzierungen, da es sich um zwei alternative Abgrenzungskriterien handelte, von denen nur eines durch das PU erfüllt werden musste, und zum zweiten, da bei der Abgrenzung die Daten des ersten Beteiligungsjahres herangezogen wurden.

durch wenige, außerordentlich große PU beeinflusst. Außerdem wiesen sie ein positives Betriebsergebnis in der Höhe von 1,3 Mio. EUR auf.

Geographische Verteilung der PU:

Bezogen auf die geografische Ansiedlung der PU nach Bundesländern, ergibt sich das in Abbildung 48 dargestellte Bild. Insgesamt 78% aller PE-Beteiligungen sind in den vier Bundesländern Wien (25%), Oberösterreich (20%), Niederösterreich (17%) und Steiermark (16%) angesiedelt. Die regionale Verteilung der PU auf die Bundesländer weist nur geringfügige prozentuelle Unterschiede zur Verteilung der Bruttoregionalprodukte am Bruttoinlandsprodukt auf.⁸⁸⁸

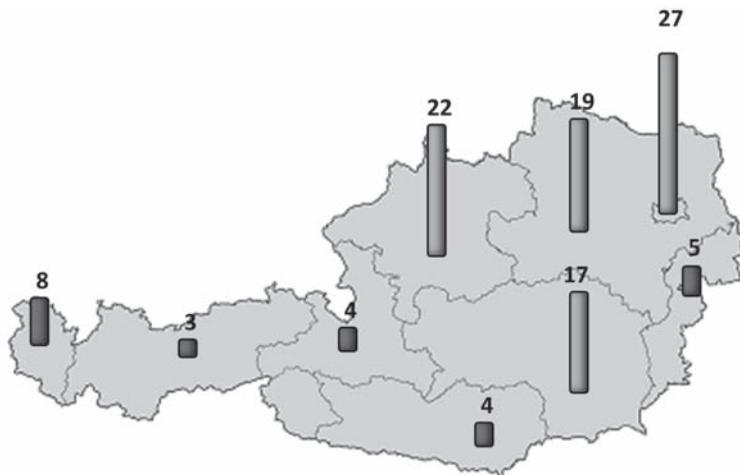


Abbildung 48: Geografische Verteilung der PU nach Bundesländern.

Branchenmäßige Verteilung der PU:

In Bezug auf die Verteilung der PU auf Branchen weist das *Sample* mit 57 PU eine starke Konzentration auf die ÖNACE-Codes C2 auf.⁸⁸⁹ In den darin enthaltenen Branchengruppen sind mehr als die Hälfte der unter-

888 vgl. Statistik Austria (2010). Ein regionaler Bias kann daher nicht angenommen werden. Es ist aber anzumerken, dass ein derartiger Vergleich die Größenverteilung der PU nicht berücksichtigt und somit nicht einwandfrei möglich ist.

889 vgl. Statistik Austria (2011a).

suchten Unternehmen vertreten. Die wichtigsten Klassen innerhalb dieser Unternehmen sind die Herstellung von Maschinen mit 16 PU, die Herstellung von Datenverarbeitungsgeräten mit zehn PU und die Herstellung von Metallerzeugnissen mit zehn PU. Durch den hohen Anteil an Unternehmen der produktionsnahen Dienstleistungen, insbesondere der Informationstechnologie, sind außerdem die Klassen Großhandel und Dienstleistungen der Informationstechnologie mit zwölf bzw. elf PU stark vertreten. Abbildung 49 zeigt die Aufteilung der PU auf die zehn häufigsten ÖNACE-Klassen (4Steller).

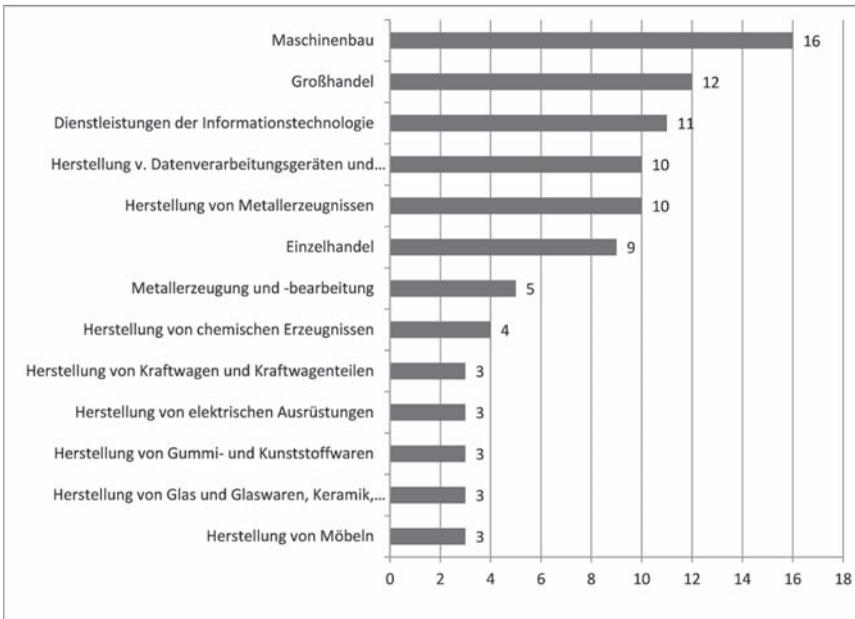


Abbildung 49: Verteilung der PU nach ÖNACE Branchencodes

Die Verteilung der Branchen entspricht durchaus bisherigen Untersuchungen. Peneder et al. (2006) inkludieren in ihrer Studie Dienstleistungsunternehmen, berichten aber mit 13% ebenso von einer Dominanz des Maschinenbaus innerhalb der Sachgütererzeugung⁸⁹⁰. Im *Sample* der vorliegenden Studie beträgt der Anteil des Maschinenbaus 14,7% und ist

890 Peneder et al. (2006) S.25.

somit fast ident. Auch der Vergleich der von der *Austrian Private Equity and Venture Capital Association (AVCO)* publizierten Branchenverteilungen gibt keinen Anlass, einen möglichen *Bias* zu Gunsten einer bestimmten Branche zu vermuten.

Entwicklung des Beschäftigungswachstums der PU:

Abbildung 50 zeigt Median und Mittelwert der jährlichen Wachstumsraten in Bezug auf Beschäftigung.

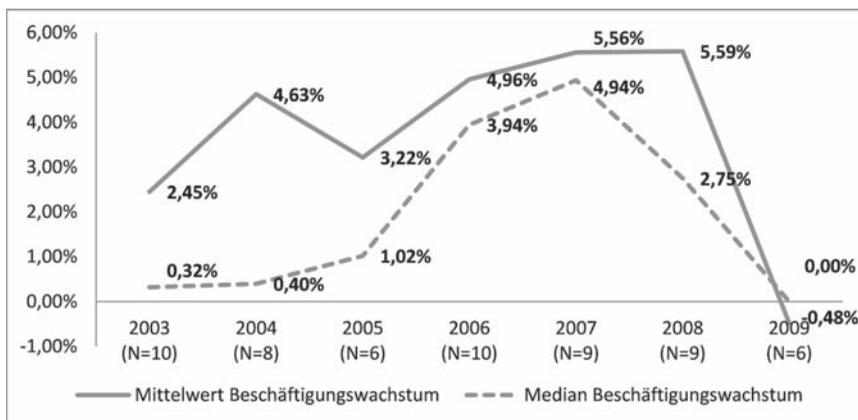


Abbildung 50: Beschäftigungswachstum der PU nach Kalenderjahr

Im Mittel weist das *Sample* ein jährliches Beschäftigungswachstum von 3,25% p.a. auf⁸⁹¹. Mit diesem Wert liegt es nahe an ähnlichen Studien im Spätphasensegment. Aus den Angaben von Manigart und Van Hyfte (1999) für 94 Spätphaseninvestments in Belgien lässt sich eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate von 6,5% p.a. ermitteln.⁸⁹² Die Studie von Finance (2004) attestiert ein jährliches Wachstum von 4,5%.⁸⁹³

Die einzige bisherige Studie des österreichischen PE-Marktes von Peneder et al. (2006) ermittelt eine jährliche Wachstumsrate von 20,2%.⁸⁹⁴

891 Auf eine Bereinigung von Extremwerten wurde verzichtet, sofern nicht Bedenken bestanden, dass es sich um einen Messfehler handeln könnte.

892 Die Berechnung bezieht sich auf die Angaben in Tabelle 7.

893 vgl. Finance (2004) S.18.

894 Beide Studien entstanden vor Eintritt der Finanzkrise, welche, wie aus Abbildung 50 leicht ersichtlich, das Ergebnis negativ beeinflusst.

Das *Sample* beinhaltet jedoch auch Frühphaseninvestitionen, welche naturgemäß höhere Wachstumsraten aufweisen und somit das durchschnittliche Wachstum positiv beeinflussen.

Entwicklung des Umsatzwachstums der PU:

Abbildung 51 zeigt das Umsatzwachstum der PU (arithmetischer Mittelwert und Median) nach Kalenderjahr.

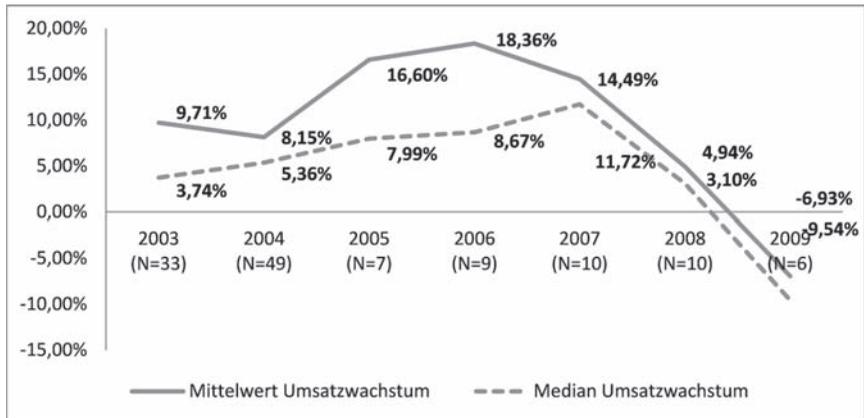


Abbildung 51: Umsatzwachstum der PU nach Kalenderjahr

Auffallend ist auch hier die durchwegs rechtsschiefe Verteilung der Daten und der massive Einbruch der Umsatzwachstumsraten in den Jahren 2008 und 2009.

Entwicklung der Umsatzrentabilität der PU:

Abschließend liefert Abbildung 52 einen Überblick über die Entwicklung der Umsatzrentabilität (ROS) in den PE-finanzierten Unternehmen. Für die Darstellung wurde der Median gewählt, da die Mittelwerte durch Ausreißer stark verzerrt sind.

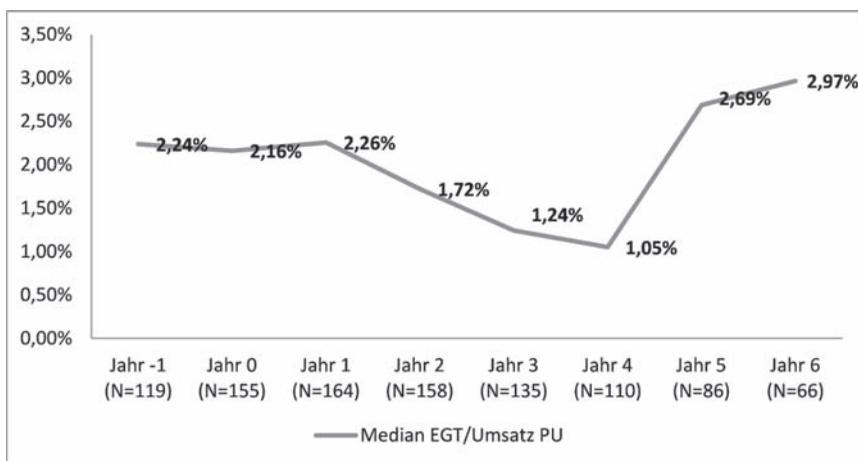


Abbildung 52: Entwicklung Umsatzrentabilität über den Beteiligungszeitraum

Auffallend ist die kontinuierliche Reduktion der Umsatzrentabilität in den ersten drei Jahren der Beteiligung. Der ROS geht vom Ergebnis gewöhnlicher Geschäftstätigkeit aus und beinhaltet somit Betriebserfolg und Finanzerfolg der Unternehmen.⁸⁹⁵ Berücksichtigt man die durchwegs positiven Umsatzwachstumsraten, so verbleiben alleine Schwankungen des EGT als Ursache für diese Entwicklung. Auf Basis der vorhandenen Daten ist es nicht möglich, eine eindeutige Aussage über einen Kausalzusammenhang zu treffen.⁸⁹⁶ Eine Erklärung wäre, dass zusätzliche Investitionen in Forschung und Entwicklung beispielsweise das EGT in den früheren Jahren der Beteiligung belasten. Eine alternative Erklärung wäre, dass steigende Fremdkapitalquoten und der damit einhergehende steigende Schuldendienst dafür verantwortlich wären. Zu guter Letzt kann der Rückgang auch bilanzstrategische Gründe haben. Der PE-Investor bilanziert opportunistisch eine geringe Rentabilität in den ersten Jahren während der Beteiligung und stellt somit die Entwicklung in den Jahren vor dem *Exit* positiver dar um bei potentiellen Käufern Interesse zu wecken.

⁸⁹⁵ vgl. Camphausen (2007) S.169.

⁸⁹⁶ Während Hall (2009) S.5 eine Reduktion der Gehälter vermutet, behaupten Ernst & Young (2007) S.3, dass nur 22% des EBITDA-Wachstums auf Kosteneinsparungen beruhen.

Internationalisierung der PU:

Leitet man über zur Betrachtung der Internationalisierungskennzahlen, so zeigt sich ein durchaus positives Bild. Abbildung 53 zeigt die Entwicklung der Exportquote anhand eines einfachen Vorher-Nachher-Vergleichs⁸⁹⁷ der befragten PU in einem *Box-Whisker-Plot*.

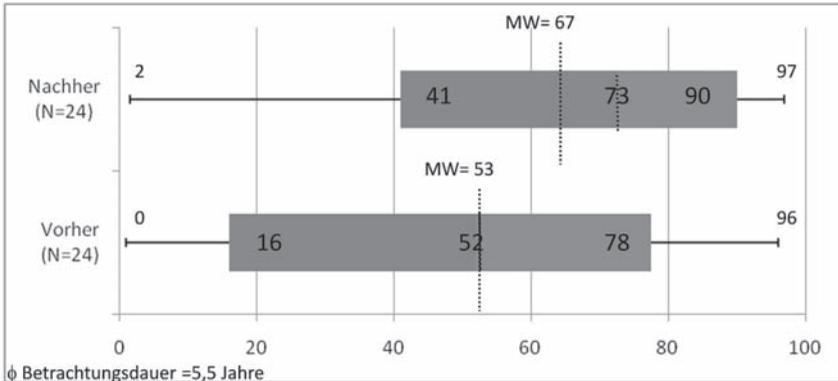


Abbildung 53: Box-Whisker-Plot Exportquoten Vorher-Nachher-Vergleich

Die von den Unternehmen angegebenen anfänglichen Exportquoten streuen stark zwischen 0% und 97%. Insgesamt stieg die durchschnittliche Exportquote über den Betrachtungszeitraum von durchschnittlich 5,5 Jahren von 53% auf 67%. Diese Steigerung um 14 Prozentpunkte entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate der Exportquote von 5,48%. Die hohe Streuung der Internationalisierungsmaße führt aber zu einer Verzerrung des Mittelwertes, weshalb der Median als robusteres Maß bessere Rückschlüsse über die Entwicklung der Exportquoten zulässt. Im Median steigt die Exportquote der befragten PU von 52% auf 73%. Auch die Quartile weisen eine ähnlich positive Entwicklung auf. Die PE-finanzierten PU weisen daher eine absolut positive Entwicklung der Exporte auf. Eine relative Beurteilung dieses Wertes mit

⁸⁹⁷ Es ist wichtig anzumerken, dass der zugrundeliegende Vergleich über unterschiedliche Beteiligungsdauer, also über unterschiedliche Zeiträume erfolgt. Eine intertemporäre Interpretation der Daten ist daher nicht möglich. Sehr wohl jedoch können Rückschlüsse über die generelle Entwicklung der Internationalisierung gewonnen werden.

Vergleichswerten auf makro-ökonomischer Ebene oder mit einem *Matched Sample* ist jedoch aufgrund mangelnder Daten nicht möglich.⁸⁹⁸

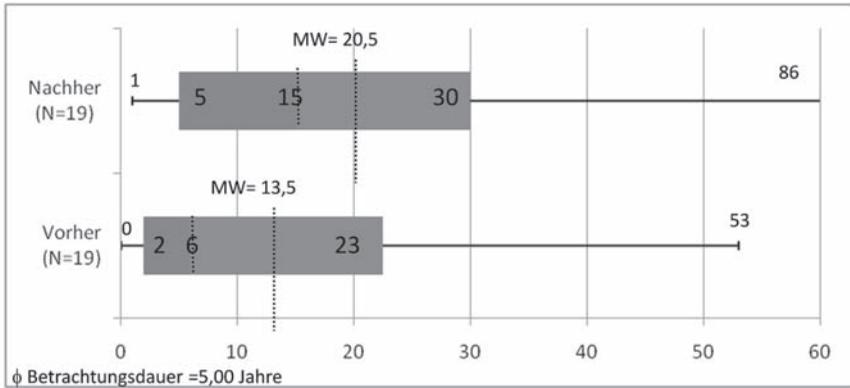


Abbildung 54: Box-Whisker-Plot Anzahl der Exportmärkte Vorher-Nachher-Vergleich

Eine etwas geringere Anzahl an Unternehmen lieferten Angaben zur Anzahl der von ihnen belieferten Exportmärkte. Die Verteilung der Exportmärkte ist stark rechtsschief und wird von drei Unternehmen stark beeinflusst, die gemäß eigenen Angaben mehr als 50 Ländermärkte beliefern. Der Mittelwert liefert daher keine repräsentativen Werte für die Gesamtheit der PU. Im Median belieferte das typische PU beim Einstieg des PE-Investors sechs ausländische Märkte. Am Ende der sechsjährigen Betrachtungsdauer erhöhte sich dieser Wert um neun weitere Märkte. Das typische PU tritt somit in 1,5 neue Märkte pro Jahr ein. Bezogen auf die Anzahl der ausländischen Niederlassungen ergibt sich ein weniger deutliches Bild: Im Median steigt deren Anzahl um nur eine Niederlassung von eins auf zwei und die Anzahl der Auslandsmitarbeiter/innen von zehn auf 23.⁸⁹⁹

Die deskriptive Auswertung der Unternehmensdaten lieferte eine erste Indikation über die Entwicklung der PU im Laufe der Beteiligung, er-

898 Analog ist daher auch kein Rückschluss auf den Beitrag des Investors oder auf das Ausmaß der Endogenität möglich.

899 Die geringe Rücklaufquote und hohe Streuung der Werte lässt aber die Befürchtung aufkommen, dass bei diesen Fragen Missverständnisse bei den beantwortenden Manager/innen aufgetreten sind.

laubt aber noch keinerlei Rückschluss auf die Auswirkungen, welche hierbei direkt dem PE Investor zuzuschreiben sind. Ein derartiger Kausalitätsschluss kann erst durch den Vergleich mit einer geeigneten Kontrollgruppe vorgenommen werden. In weiterer Folge der konfirmatorischen *Impact*-Analyse werden drei mögliche Vergleichsgruppen verwendet um einen möglichen Investor-Effekt zu identifizieren:

- Vergleich mit makro-ökonomischen Wachstumsdaten (*industry adjustment approach*) (Unterkapitel 5.2.2),
- Vergleich mit einer Datenbank *Matched-Sample* (Unterkapitel 5.2.3)
- Vergleich mit einer *Respondent-Matched Sample* (Unterkapitel 5.2.4)

5.2.2. Vergleich mit makro-ökonomischen Wachstumsdaten

5.2.2.1. Vergleich mit Gesamtwirtschaft

Wie bereits in Unterkapitel 3.2 gezeigt, hat ein Vergleich mit gesamtwirtschaftlichen oder branchenaggregierten Daten den Nachteil, dass es sich bei den PE-finanzierten Unternehmen nicht um eine zufällige, sondern um eine gezielte Auswahl wachstumsstarker Unternehmen handelt. Jede Interpretation muss daher die Problematik der Endogenität der Stichprobe berücksichtigen.

Vergleich der Beschäftigungswachstumsraten:

In einem ersten Schritt wird das Beschäftigungswachstum der PE-finanzierten Unternehmen jenem der Gesamtwirtschaft gegenübergestellt.⁹⁰⁰ Da für die Jahre 2001 bis 2003 weniger als zehn Beobachtungen vorliegen, wurde der Betrachtungszeitraum um drei Jahre verkürzt. Abbildung 55 zeigt den Vergleich der jährlichen Wachstumsraten der Beschäftigung zwischen den PU und der Gesamtwirtschaft.

900 Die Vergleichsdaten stammen ausnahmslos aus den von Statistik Austria publizierten Jahrbüchern und wurden nach den gängigen Konversionsrichtlinien von ÖNACE 2003 auf ÖNACE 2008 umgerechnet. Die Konversionsrichtlinien finden sich in Statistik Austria (2011b).

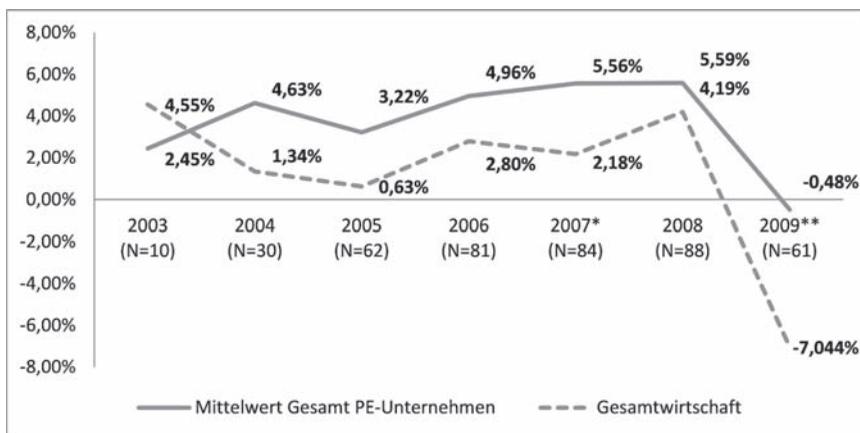


Abbildung 55: Vergleich PU vs. Gesamtwirtschaft Beschäftigungswachstum

Bis auf das Jahr 2003 weisen die PE-finanzierten Unternehmen ein höheres durchschnittliches Wachstum auf. In den Jahren 2007 und 2009 ist diese Wachstumsdifferenz auf einem Testniveau von 5% bzw. 1% statistisch signifikant.⁹⁰¹ Das hoch signifikante Ergebnis für das Jahr 2009 als ein Indiz für eine höhere Krisenresistenz von PE-finanzierten Unternehmen zu deuten, wäre aber verfrüht, zumal die beiden Vergleichsgruppen unterschiedliche Branchenstrukturen aufweisen.⁹⁰² Die hohe Varianz bei gleichzeitig relativ geringer Stichprobengröße führt dazu, dass der Wachstumsunterschied in den übrigen Jahren nicht signifikant ist.

Hierbei ist aber anzumerken, dass bei multiplen (orthogonalen) T-Tests auf Unterschiedlichkeit der Mittelwerte eine Alphafehler-Kumulierung auftritt.⁹⁰³ Jeder Test weist ein lokales Alphafehlerniveau von $\alpha < 0,05$ auf. Bei sieben ($m=7$) sequentiellen Tests zu ein und derselben Wirkungshypothese ergäbe das ein globales, versuchsbezogenes Alphaniveau von

901 In diesen Fällen ist die Nullhypothese ab einem P-Wert der asymptotischen Signifikanz von $< 0,05$ und $< 0,01$ zu verwerfen. Der P-Wert gibt die Wahrscheinlichkeit dafür an, dass unter Zutreffen der Nullhypothese (H_0) die T-Teststatistik einen beobachteten Wert von über T aufweist. Vgl. Büning und Trenkler (1978) S.33. Er ist somit ein Richtwert für das Maß des „Grades an Unterstützung, den die Daten H_0 liefern“. Büning und Trenkler (1978) S.33.

902 Im Laufe der weiteren empirischen Untersuchung wird aber noch an mehreren Stellen auf diese Fragestellung der Krisenresistenz eingegangen.

903 vgl. Holm (1979) S65.

$\alpha' < .302$ (Formel 5) und somit eine Wahrscheinlichkeit des Fehlers 1. Art von 30,2%.⁹⁰⁴

$$\pi(k \geq 1) = 1 - (1 - \alpha)^m \quad (7)$$

Um dieser Gefahr vorzubeugen, wird nach Bortz (2005) eine Korrektur des versuchsbezogenen Alphafehlers (α') vorgenommen (Formel 6)⁹⁰⁵. Hierbei wird das lokale Alphaniveau (α) der einzelnen Tests um die Anzahl der durchgeführten Tests bereinigt, um insgesamt ein globales Alphaniveau von $\alpha' < .05$ zu erreichen.

$$\alpha' = 1 - (1 - \alpha)^{1/m} \quad (8)$$

Im vorliegenden Fall ändert sich durch die Korrektur die Beurteilung der Signifikanz des Jahres 2007. Im Jahr 2009 weisen PE-finanzierte PU hingegen auch nach der Korrektur des lokalen Alphaniveaus ein signifikant höheres Mitarbeiterwachstum auf.

Da es sich bei der Korrektur um ein sehr konservatives Testverfahren handelt, welches dementsprechend eine sehr hohe Komplementärwahrscheinlichkeit für einen Fehler zweiter Art – also die fälschliche Beibehaltung der Nullhypothese (H_0) – mit sich bringt, wird in weiterer Folge die Korrektur des Alphaniveaus nicht explizit vorgenommen. Wenn eine Korrektur die Beurteilung der Signifikanz entscheidend beeinflussen würde, wird dieser Umstand jedoch angemerkt.

Zieht man hingegen die Wachstumsraten über den gesamten Beteiligungszeitraum und nicht für die einzelnen Kalenderjahre heran, so weisen die PE-finanzierten Unternehmen ein signifikant höheres Beschäftigungswachstum auf.⁹⁰⁶ Mit einem Mittelwert von 3,36% p.a. übertreffen sie das von der Statistik Austria vermeldete Beschäftigungswachstum über denselben Zeitraum von 0,99% p.a. um 2,37% p.a. Der Unterschied ist auf einem Testniveau von $\alpha=0,5$ signifikant (p-Wert = 0,012).

904 Näherungsweise wird nach der Bonferroni Methode mitunter auch durch $\alpha_v = \alpha \cdot ad/n$ bereinigt.

905 vgl. Bortz (2005) S.271 sowie Holm (1979) S.68

906 Hierbei ist keine Adjustierung des Alphafehlers notwendig, da nur ein T-Test über den gesamten Verlauf der Beteiligungsdauer vorgenommen wird.

Vergleich der Umsatzwachstumsraten:

Die zweite betrachtete Wachstumskennzahl ist das jährliche Umsatzwachstum. Abbildung 56 liefert, analog zu Abbildung 55 einen Überblick über den Zeitraum von 2002 bis 2009.⁹⁰⁷

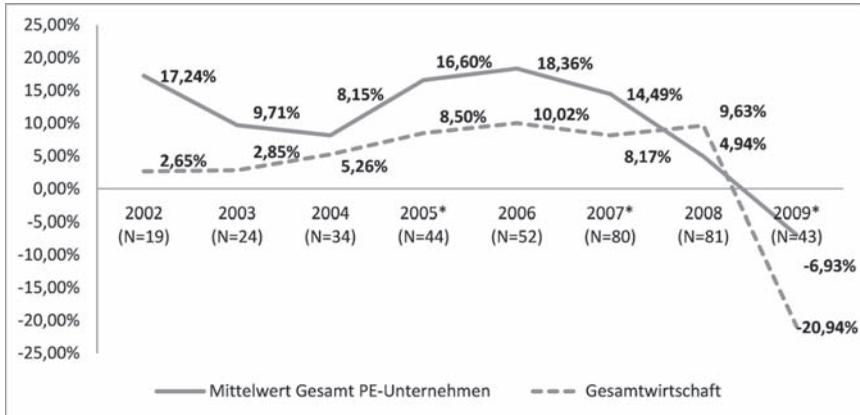


Abbildung 56: Vergleich PU vs. Gesamtwirtschaft Umsatzwachstum

Insgesamt ergibt sich ein sehr ähnliches Bild. Alle Wachstumsraten liegen über den gesamtwirtschaftlichen Umsatzsteigerungen.⁹⁰⁸ Die T-Test Statistiken für die Jahre 2005, 2007 und 2009 liegen signifikant über dem Vergleichswert.⁹⁰⁹ Auch in Bezug auf die Umsatzentwicklung lässt sich feststellen, dass die Einbußen im Krisenjahr 2009 für PE-finanzierte Unternehmen geringer ausfallen. Auch hierbei ist es aus Sicht des Autors noch verfrüht, daraus eine höhere Krisenresistenz abzuleiten, zumal es keine nachvollziehbaren theoretischen Argumente gibt, die kurzfristig

907 Die höhere Datenabdeckung im Jahr 2002 erlaubt einen längeren Betrachtungszeitraum als beim Vergleich des Beschäftigungswachstums.

908 Für das Jahr 2002 ist aber anzumerken, dass das Ergebnis für PE-Unternehmen stark von einem Unternehmen beeinflusst ist, welches in diesem Jahr ein Umsatzwachstum von 390% erzielte. Berücksichtigt man dieses Unternehmen nicht, so liegt das durchschnittliche Wachstum der PE-finanzierten Unternehmen nur noch bei 5,09%, aber somit immer noch klar über dem gesamtwirtschaftlichen Vergleichswert.

909 Allerdings halten die Signifikanzen keiner Bereinigung um die Alphafehler-Kumulierung stand ($p = 0,048$, $p = 0,045$ und $p = 0,013$). Ein Test über acht Jahre weist einen globalen Alphafehler von 0.33 auf. Dies entspricht einer Wahrscheinlichkeit von 33%, dass maximal ein Fehler erster Art begangen wird.

einen derartigen Effekt rechtfertigen. Vielmehr ist anzunehmen, dass es sich um ein Resultat der PE-Selektion handelt. Außerdem weisen PE-finanzierte Unternehmen im Jahr 2008 eine geringere Wachstumsrate auf als die Gesamtwirtschaft.⁹¹⁰

Betrachtet man die Wachstumsraten über den gesamten Untersuchungszeitraum, so ergibt sich wie beim Beschäftigungswachstum ein statistisch signifikanter Unterschied zu Gunsten der PE-finanzierten Unternehmen. Im Mittel liegt das Umsatzwachstum der PE-finanzierten Unternehmen über den gesamten Beteiligungszeitraum bei 7,9% p.a.. Der Vergleich mit dem gesamtwirtschaftlichen Vergleichswert von 2,93% p.a. über den gleichen Zeitraum liefert einen signifikanten Unterschied auf einem Testniveau von $\alpha > 0,01$ (p-Wert =0,001).

Vergleich der Exportwachstumsraten:

Von den 109 angeschriebenen Unternehmen lieferten 21 Unternehmen detaillierte Angaben zur Entwicklung der Exporte. Die mit 19% relativ geringe Rücklaufquote erlaubt zwar keine repräsentativen Aussagen, ermöglicht aber zumindest einen behelfsmäßigen quantitativen Vergleich mit dem volkswirtschaftlichen Wachstum der Exporte. Dieser ist in Abbildung 57 dargestellt.

910 Der Unterschied im Jahr 2008 ist auf 10% Testniveau $\alpha > 0,1$ sogar signifikant (p=0,052). Eine mögliche Erklärung ist in der Branchenstruktur des Samples zu suchen. Die starke Konzentration auf produzierende, exportgerichtete Betriebe könnte in dem Sample dazu geführt haben, dass die Krise diese Unternehmen zeitlich früher getroffen hat als die Gesamtwirtschaft.

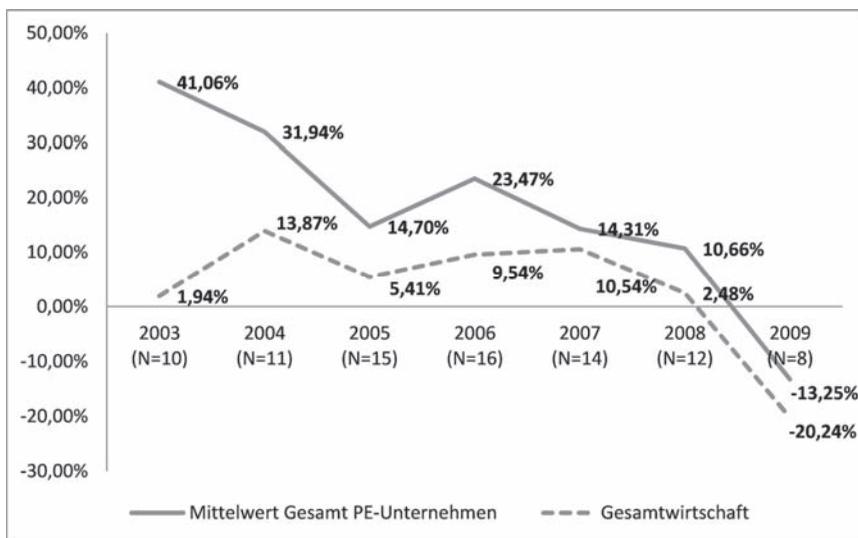


Abbildung 57: Vergleich PU vs. Gesamtwirtschaft Exportwachstum

Die jährlichen Wachstumsraten für Exporte PE-finanzierter Unternehmen liegen ausnahmslos über jenen der Gesamtwirtschaft. Vor der Annahme einer Kausalität ist aber in jedem Fall zu warnen, da zusätzlich zu der aus der Selektion des Investors resultierenden Endogenität der Stichprobe in diesem Fall noch ein möglicher *Response-Bias* hinzukommt.

Ein *Single Sample* T-Test liefert nichtsdestotrotz eine auf einem Testniveau von $\alpha < 0,05$ signifikante (p -Wert=0,023) Mittelwertdifferenz. Wie bereits in Unterkapitel 3.2 ausführlich erklärt, birgt die Endogenität der Stichprobe bei einem Vergleich mit gesamtwirtschaftlichen Wachstumsraten die Gefahr, ein höheres Wachstum, welches aus der zielgerichteten Auswahl wachstumsstarker PU durch den Investor resultiert, fälschlicherweise als kausalen Beitrag des PE-Investors zu interpretieren.

5.2.2.2. Vergleich mit Branchendaten (*Industry-Adjustment*)

Um diese Problematik zu reduzieren, soll im Folgenden ein Vergleich auf Branchenebene erfolgen. Auch dieser Vergleich birgt ein gewisses Maß an Endogenität, sind PE-Investoren doch bestrebt, „*Branchenchampions*“ zu identifizieren dennoch liefert er validere Ergebnisse. Aufgrund der sinkenden Stichprobengröße bei der Bildung von branchengleichen

Subsamples kann die Analyse auf Branchenebene nur in den drei ÖNACE 2-Steller Branchenklassifikationen

- Maschinenbau (ÖNACE 28),
- Dienstleistungsunternehmen der Informationstechnologie (ÖNACE 62) und
- Großhandel (ÖNACE 46)

erfolgen. Außerdem können T-Tests nicht mehr auf Basis der Kalenderjahre durchgeführt werden.

5.2.2.2.1. Maschinenbau (ÖNACE 28)

Vergleich der Beschäftigungswachstumsraten:

Abbildung 58 zeigt die Entwicklung der jährlichen Beschäftigungswachstumsraten in den Jahren 2004 bis 2009. Die Kalenderjahre vor 2004 weisen eine zu geringe *Samplegröße* auf.

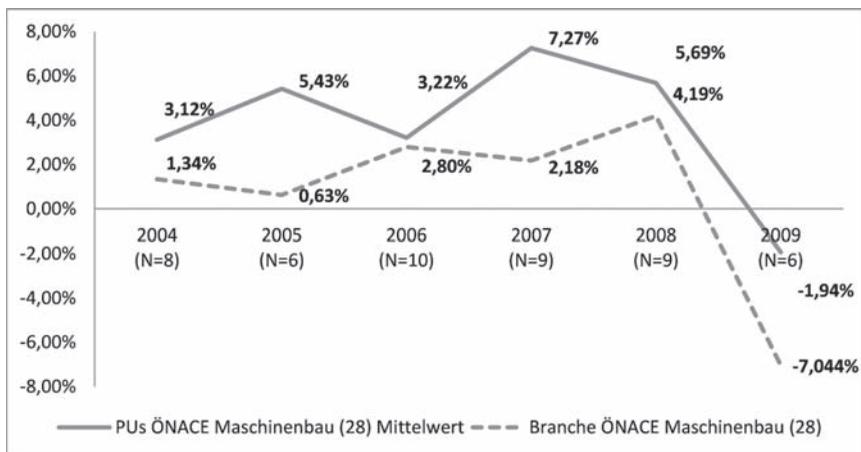


Abbildung 58: Vergleich PU vs. Branche (ÖNACE 28) Beschäftigungswachstum

Die Entwicklung der Beschäftigung ist jener des vollen *Samples* sehr ähnlich. Auch bei isolierter Betrachtung einer Branche liegen die Wachstumsraten durchwegs über dem Branchenaggregat. Aufgrund der geringen *Samplegröße* ist aber von Rückschlüssen auf die Grundgesamtheit abzuraten.

Ein T-Test aller Wachstumsraten der untersuchten Maschinenbauunternehmen über den gesamten Untersuchungszeitraum bestätigt das signifikant höhere Beschäftigungswachstum auf einem Testniveau von $\alpha < 0,05$ (p-Wert=0,035).

Insgesamt liefert der Vergleich der jährlichen Wachstumsraten mit dem gesamten Branchenwachstum von -0,7% ein signifikantes Ergebnis zu Gunsten der PE-finanzierten Unternehmen.

Vergleich der Umsatzwachstumsraten:

Leitet man zur Betrachtung des jährlichen Umsatzwachstums über, ergibt sich ein weniger klares Bild, dargestellt in Abbildung 59. Die jährlichen Wachstumsraten liegen zwar in vier von fünf Jahren über jenen der Branche, aber die Differenz in den Jahren 2008 und 2009 ist verschwindend gering und erlaubt angesichts der geringen Größe des *Samples* keine Rückschlüsse (weder im positiven noch negativen Sinne) auf die Wirkung von PE-Investoren auf die Umsatzentwicklung.

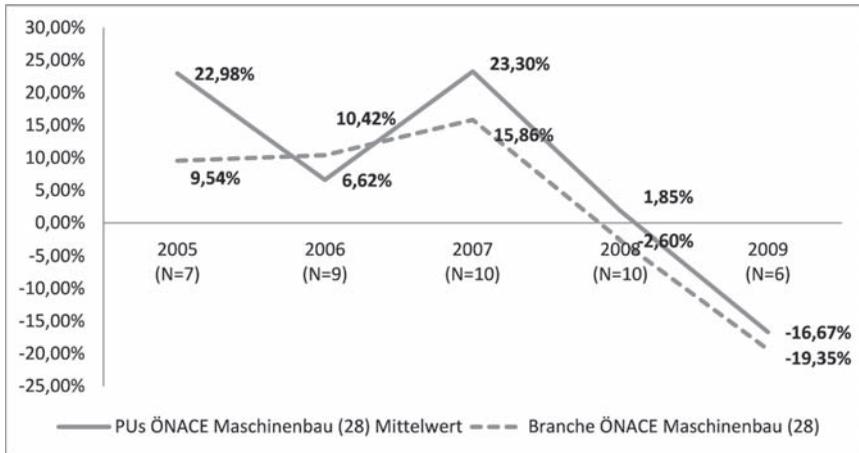


Abbildung 59: Vergleich PU vs. Branche (ÖNACE 28) Umsatzwachstum

Diese Einschätzung unterstreicht auch die nicht signifikante T-Teststatistik (p-Wert = 0,456). Insgesamt kann von der Untersuchung des *Subsamples* der Maschinenbauunternehmen ein vorsichtiger Befund zu Gunsten eines erhöhten Beschäftigungswachstums zu Gunsten PE-

finanzierter Unternehmen getroffen werden. Ein Rückschluss auf den Beitrag des Investors ist aber noch nicht möglich.

5.2.2.2.2. Dienstleistungen der Informationstechnologie (ÖNACE 62)

Die Untersuchung des Subsamples der PU mit dem ÖNACE-Code 62 liefert keine widersprüchlichen Ergebnisse und stützt die Befunde der Maschinenbaubranche.

Vergleich der Beschäftigungswachstumsraten:

Abbildung 60 zeigt die Entwicklung des jährlichen Beschäftigungswachstums.

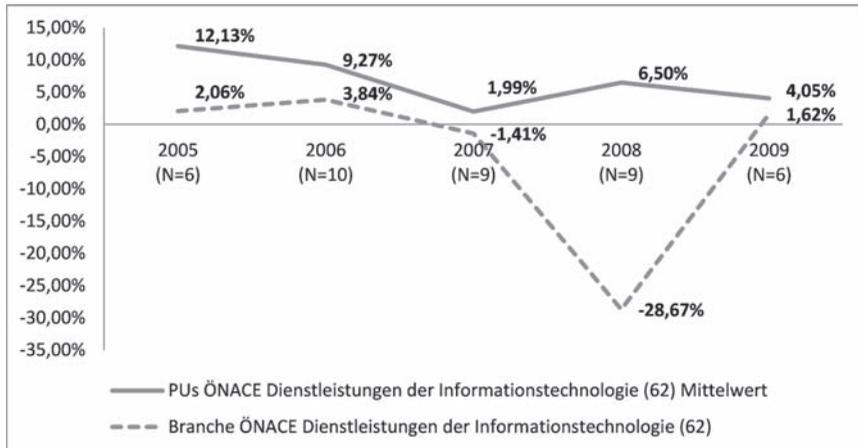


Abbildung 60: Vergleich PU vs. Branche (ÖNACE 62) Beschäftigungswachstum

Auffallend ist hierbei, dass die PE-finanzierten Unternehmen im Krisenjahr 2008 im Mittel ihre Beschäftigung in weitaus geringerem Ausmaß reduzierten als die gesamte Informationstechnologiebranche. Vor einem Rückschluss auf die Krisenresistenz soll aber gewarnt werden. Durch die studieneigene Definition der Untersuchungsgruppe⁹¹¹ umfasst die Stichprobe der PE-finanzierten Unternehmen ausschließlich produktionsnahe Dienstleistungen der IT-Branche und ist somit möglicherweise von Na-

911 Zur Herleitung der studienrelevanten Untersuchungsgruppe ist der Leser bzw. Leserin auf Unterkapitel 5.1.1 verwiesen.

tur aus einem anderen Wettbewerbsumfeld ausgesetzt. Auf die detaillierte Darstellung des Mittelwertvergleichs soll an dieser Stelle verzichtet werden. Ein Vergleich der Wachstumsraten über den gesamten Untersuchungszeitraum liefert aber, gleich wie in der Maschinenbaubranche, ein signifikantes Ergebnis.

Vergleich der Umsatzwachstumsraten:

Im Gegensatz dazu ist die Differenz der Wachstumsraten in Bezug auf Umsatz auch in dieser Branche nicht signifikant. Wie Abbildung 61 zeigt, liegen die durchschnittlichen Wachstumsraten aber abermals über dem Branchenmittel.

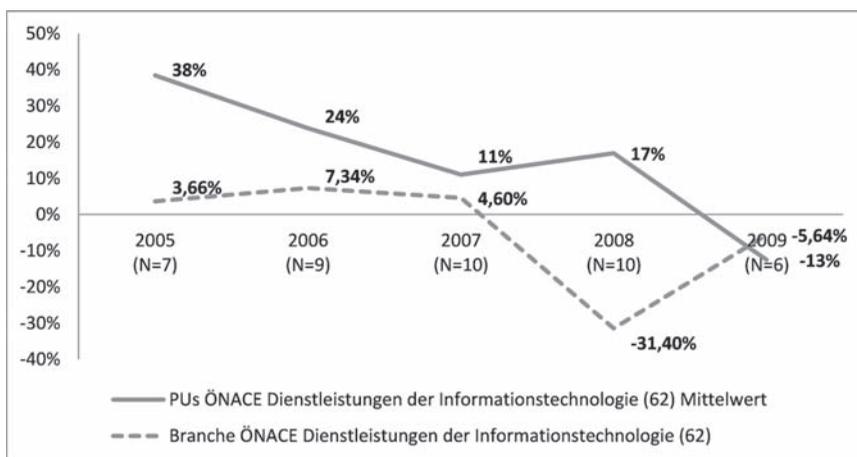


Abbildung 61: Vergleich PU vs. Branche (ÖNACE 62) Umsatzwachstum

5.2.2.2.3. Großhandel (ÖNACE 46)

Die letzte Branche, die zumindest einen tentativen Vergleich über den Zeitraum von 2006 bis 2009 erlaubt, ist der Großhandel (ÖNACE 46). Die Ergebnisse sind nicht eindeutig und variieren stark über die Jahre hinweg. Auch der Vergleich über den gesamten Betrachtungszeitraum liefert weder für Umsatz, noch für Beschäftigung signifikante Ergebnisse.

5.2.3. Vergleich mit Datenbank-Matches (DB)

Mit der Untersuchung auf Branchenebene in Unterkapitel 5.2.2 ist der zweite Teil der confirmatorischen Analyse abgeschlossen. Die Ergebnis-

se deuten auf ein erhöhtes Wachstum PE-finanzierter Unternehmen sowohl in Bezug auf Beschäftigung als auch in Bezug auf Umsatz hin. Um jedoch die Frage zu klären, ob es sich hierbei überwiegend um einen endogenitätsbedingten Selektionseffekt oder einen tatsächlichen Wertbeitrag des PE-Investors handelt, sollen in den folgenden Unterkapiteln 5.2.3 und 5.2.4 zwei unterschiedliche Ansätze eines *Matched Sample*-Vergleichs vorgenommen werden.

Den ersten Teil der Analyse bildet der Vergleich mit einer, aus einer Datenbank nach einem vorgegebenen *Matching*-Algorithmus generierten, Vergleichsgruppe. Dieser Schritt soll gewährleisten, dass jedem PU ein möglichst ähnliches Unternehmen als Vergleichsunternehmen zugewiesen wird, wodurch die durch die Selektion des Investors entstandene Endogenität verringert wird.

Um die beiden Samples auf signifikante Unterschiede in Bezug auf Umsatz- und Beschäftigungswachstum stehen mehrere Möglichkeiten zur Verfügung.

- Ein *einfacher Mittelwertvergleich* der Wachstumsraten (auf Jahresbasis oder annualisiert) stellt die einfachste Form des Tests dar und wird im folgenden Unterkapitel 5.2.3.1 vorgenommen. Diese Vorgehensweise hat jedoch unter anderem den Nachteil, dass mögliche Drittvariablen in keiner Form in der Analyse berücksichtigt werden.
- Die *OLS-Regressionsanalyse* bietet die Möglichkeit den Nettoeffekt der Zuordnung zu Kontroll- oder Untersuchungsgruppe zu isolieren und gleichzeitig mögliche Drittvariablen zu kontrollieren (*ceteris paribus*). Die Gruppenzugehörigkeit der Unternehmen wird hierbei durch eine *Dummy*-Variable repräsentiert. Diese Analyse wird im Rahmen von Unterkapitel 5.2.3.2 durchgeführt. Trotz der Kontrolle möglicher Störvariablen ist das Ergebnis der Regressionsmodelle immer noch von der Qualität des vorgelagerten *Matching*-Prozesses abhängig. Um eine mögliche verbleibende Restendogenität zu kontrollieren, welche zu einem fälschlichen Verwerfen der Nullhypothese führen könnte, wird ein dritter, ergänzender Schritt vorgenommen.
- Die *Heckman Two-Step Regression* erlaubt eine Berücksichtigung der (Rest)Endogenität durch Einbeziehung einer wahrscheinlichkeits-

basierten Korrekturvariable. Die Ergebnisse dieser Regression liefern nicht nur eine Bereinigung um mögliche Restendogenität, sondern auch eine Validierung der Befunde der vorgelagerten OLS-Regressionsmodelle. Die Heckman Two-Step Regression erfolgt abschließend in Unterkapitel 5.2.3.3.

5.2.3.1. Mittelwertvergleich PU vs. DB

Als erster Schritt wird ein zweiseitiger nichtparametrischer Wilcoxon-Mann-Whitney U-Test auf Mittelwertunterschied zwischen den 89 PE-finanzierten Unternehmen und den 89 identifizierten Datenbank-*Matches* vorgenommen.⁹¹² Die Nullhypothese (H_0) unterstellt idente Mittelwerte (Formel 7).

$$H_0: \mu_{PE} = \mu_{DB} \quad (9)$$

Ein signifikantes Ergebnis würde zu einem Verwerfen der Nullhypothese (H_0) zu Gunsten der Alternativhypothese (H_1) führen und somit einen statistisch signifikanten Unterschied zwischen den beiden Untersuchungsgruppen nahelegen (Formel 8).

$$H_1: \mu_{PE} \neq \mu_{DB} \quad (10)$$

In einer ersten Spezifikation werden die annualisierten Wachstumsraten über den gesamten Beteiligungszeitraum von Untersuchungsgruppe und Kontrollgruppe gegenübergestellt. Die Nullhypothese (H_0) kann hierbei nur bezüglich des Umsatzwachstums verworfen werden. Mit einem p-Wert von 0,039 besteht auf einem Testniveau von $\alpha < 0,05$ ein signifikanter Mittelwertunterschied zwischen PE-finanzierten Unternehmen und den Datenbank-*Matches*.

In einer zweiten Spezifikation werden die jährlichen Wachstumsraten (CAGR) der Beschäftigung und des Umsatzes nach Jahr der Beteiligung und nach Kalenderjahr untersucht.

912 Der Wilcoxon-Rangsummentest ist, äquivalent zum Mann-Whitney-U-Testm, der häufigste und effizienteste Test zur Überprüfung eines Zweistichproben-Problems. Im Vergleich zum T-Test bietet er den Vorteil, dass er auch angewandt werden kann, wenn keine Normalverteilung vorliegt. Vgl. Büning und Trenkler (1978) S.131ff.

Vergleich der Beschäftigungswachstumsraten:

Wie Abbildung 62 zeigt, liegen die Wachstumsraten der Beschäftigung PE-finanzierter Unternehmen konstant über jenen der identifizierten Vergleichsunternehmen. Im dritten Jahr der Beteiligung ist der Unterschied überdies signifikant.⁹¹³

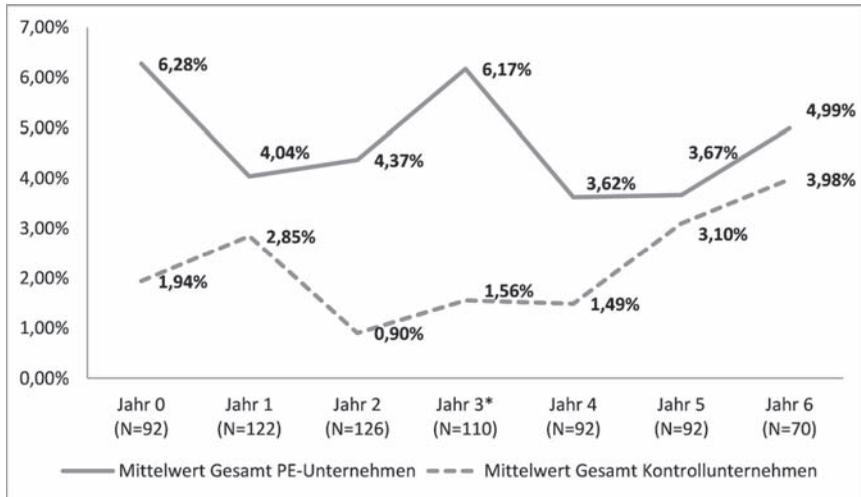


Abbildung 62: Vergleich PU vs. DB-Matches Beschäftigung nach Jahr d. Beteiligung

Ein ähnliches Bild ergibt die Betrachtung der Beschäftigungswachstumsraten nach Kalenderjahr in Abbildung 63. Allerdings ist die Mittelwertdifferenz in keinem Kalenderjahr signifikant.

Insgesamt sprechen die Daten eindeutig für ein höheres Beschäftigungswachstum der PE-finanzierten Unternehmen. Es ist jedoch ungewöhnlich wichtig anzumerken, dass auch dieser *Matched Sample*-Vergleich noch keinen eindeutigen Beleg für einen Wertbeitrag des Investors darstellt. Durch das *Matching* wird zwar sichergestellt, dass ähnliche Unternehmen als Vergleichswert herangezogen werden, die Unmöglichkeit eines perfekten *Matches* führt aber dazu, dass immer noch ein Rest Endogenität verbleibt. In anderen Worten kann nicht zweifelsfrei festge-

913 Die Signifikanz ($p=0,045$) hält einer Korrektur um den kumulierten Alphafehler allerdings nicht stand.

stellt werden, ob das erhöhte Wachstum auf den Investor zurückzuführen ist, oder ob dieser erfolgreich wachstumsstarke Unternehmen identifiziert hat. Entkräftet werden kann aber innerhalb des betrachteten *Sam- ples* österreichischer PE-Beteiligungen die oft artikuliertete Anschuldigung, dass PE-Investoren durch breit angelegte Restrukturierungen Arbeitsplätze in den erworbenen Unternehmen abbauen.

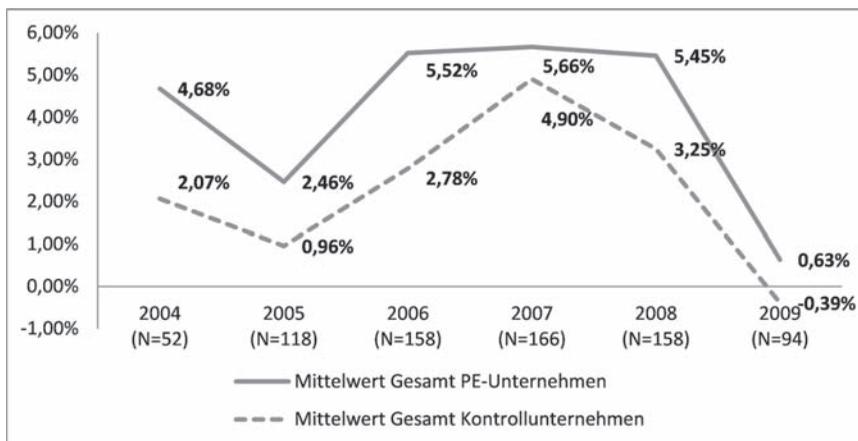


Abbildung 63: Vergleich PU vs. DB-Matches Beschäftigung nach Kalenderjahr

Vergleich der Umsatzwachstumsraten:

Betrachtet man nach derselben Vorgehensweise die Entwicklung der Umsätze als zweite Wachstumskennzahl, ergibt sich auf Basis einer grafischen Analyse ein sehr ähnlicher Befund. Abbildung 64 zeigt, dass die Wachstumsraten PE-finanzierter Unternehmen jene der Datenbank-*Matches* in fast allen betrachteten Jahren übersteigen oder ihnen gleichen.

Der Mittelwertunterschied ist zwar in keinem Kalenderjahr signifikant, betrachtet man aber die jährlichen Wachstumsraten über den gesamten Beteiligungszeitraum, so kann die Nullhypothese (H_0) verworfen werden und ein signifikant unterschiedlicher Mittelwert angenommen werden.⁹¹⁴

914 Im Jahr 2005 wird das mittlere Wachstum der Kontrollunternehmen von einem Extremwert eines Unternehmens mit einem Umsatzwachstum von 230% ver-

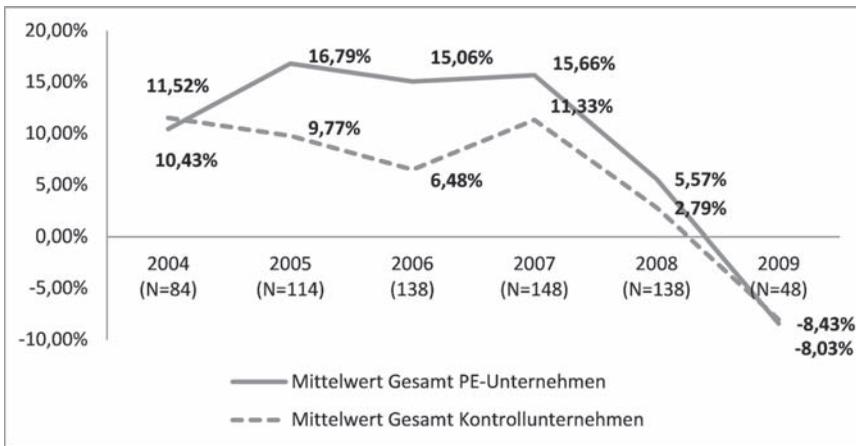


Abbildung 64: Vergleich PU vs. DB-Matches Umsatz nach Kalenderjahr

Auffallend ist das in beiden Untersuchungsgruppen stark sinkende Umsatzwachstum im Zuge der Finanzkrise. Während der Vergleich mit volkswirtschaftlichen Wachstumsdaten in Unterkapitel 5.2.2 noch die Vermutung einer erhöhten Krisenresistenz PE-finanzierter Unternehmen nahelegte, falsifiziert der *Matched Sample*-Vergleich diese Annahme. Abschließend zeigt Abbildung 65 die Entwicklung der Umsätze nach dem Jahr der Beteiligung. Das hierbei entstehende Bild ist etwas differenzierter. Während im Jahr zwei der Beteiligung die Kontrollunternehmen stärker wachsen als die PE-finanzierten Unternehmen,⁹¹⁵ ist der Mittelwert in allen übrigen Jahren bei PE-finanzierten Unternehmen höher. Ein signifikanter Unterschied ergibt sich aber aus keinem der untersuchten Jahre.

zerrt. Schließt man diese Beobachtung aus, ist der Mittelwertunterschied zu Gunsten der PE-finanzierten Unternehmen nicht mehr 9,77% sondern 5,82%.

915 Ein Blick in die Daten liefert keinen Hinweis auf eine Verzerrung zugunsten der Kontrollunternehmen durch Extremwerte. Ganz im Gegenteil wird der Mittelwert der PE-finanzierten Unternehmen durch eine Beobachtung >300% positiv verzerrt.

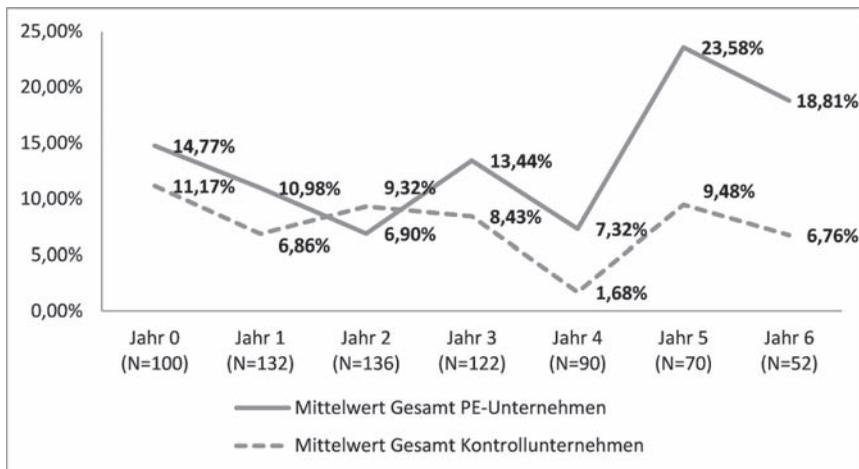


Abbildung 65: Vergleich PU vs. DB-Matches Umsatz nach Jahr d. Beteiligung

Vergleich der Umsatzrentabilität:

Zu guter Letzt soll die Entwicklung der Umsatzrentabilität über den Beteiligungsverlauf verglichen werden. Hierbei ist jedoch anzumerken, dass die Datenqualität im Bereich der Umsatzrentabilität nicht zweifelsfrei garantiert ist⁹¹⁶. Einem Mittelwert von 4,55% bei Datenbank-Matches steht eine negative ROS von -4,38% gegenüber.⁹¹⁷ Der negative Mittelwert wird aber durch wenige, stark negative Werte beeinflusst. Ein T-Test auf Mittelwertgleichheit weist einen p-Wert von 0,000 und ist auf einem Testniveau von $\alpha < 0,01$ hoch signifikant. Auch ein Mann-Whitney U-Test liefert jedoch eine hohe asymptotische Signifikanz von 0,000, weshalb die Nullhypothese eines gleichen Mittelwertes verworfen werden kann.

916 Grund hierfür ist vor allem, dass die Werte teilweise durch eine Kombination der Umsatzdaten von Firmen Compass sowie der Daten EGT Daten des KSV 1870 zustande kamen. Inwiefern die bereitgestellten KSV Daten jedoch mit jenen im Firmen Compass übereinstimmen konnte nicht beurteilt werden.

917 Zwei Ausreißer negativer Umsatzrentabilitäten $< 1000\%$, die nicht verifiziert werden konnten, wurden vorsichtshalber aus der Analyse entfernt, da sie das Sample der PU zu sehr beeinflussten. Eine Berücksichtigung der beiden PE-finanzierten Unternehmen würden das Ergebnis zu Gunsten der PE-finanzierten Unternehmen erhöhen.

Interessanter noch als der Vergleich der Mittelwerte ist die Betrachtung der Varianzen zwischen den beiden Untersuchungsgruppen. Aufgrund der Auffälligen Verteilung soll an dieser Stelle neben dem Mittelwertvergleich ein Varianzvergleich durchgeführt werden. Einer Standardabweichung von 9,04% bei Datenbank-Matches steht eine Standardabweichung von 39,78% gegenüber. Der Levene Test auf Varianzgleichheit auf einem Testniveau von $\alpha < 0,001$ hoch signifikant (p -Wert=0,000). PE-finanzierte Unternehmen weisen dementsprechend eine höhere Varianz der Umsatzrentabilität auf, was im Einklang mit dem in Unterkapitel 2.4.2 erwähnten höheren Beteiligungsrisiko derartiger Unternehmen steht.

Abbildung 66 zeigt, dass die Rentabilität der Datenbank-Matches durchwegs über jener der PE-finanzierten Unternehmen liegt.⁹¹⁸ PE-finanzierte Unternehmen haben vor Einstieg des PE-Investors eine geringfügig niedrigere Umsatzrentabilität. Auch im weiteren Zeitverlauf unterscheiden sich die beiden Untersuchungsgruppen nur geringfügig. Auffallend ist der geringfügige Abfall der Rentabilität in den ersten drei Jahren der PE-Beteiligung bei starkem Anstieg in den späteren Jahren vor dem *Exit*.

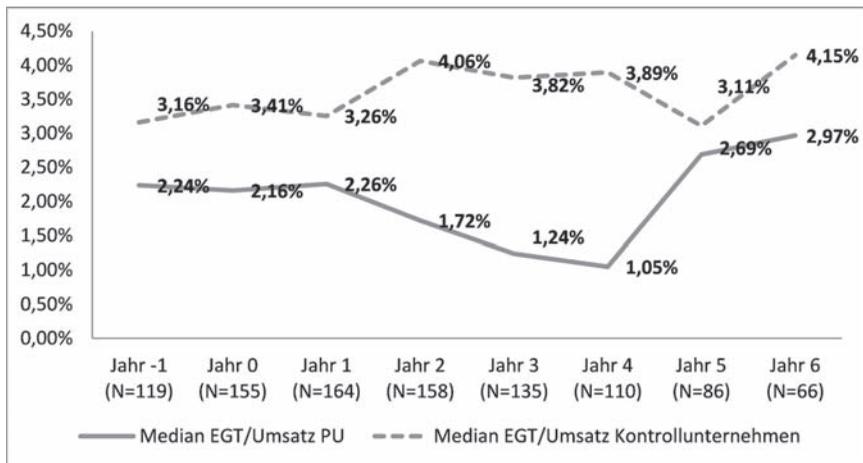


Abbildung 66: Vergleich PU vs. DB-Matches Umsatzrentabilität nach Jahr d. Beteiligung

918 Die Umsatzrentabilitäten für PE-finanzierte Unternehmen streuen stark, weshalb für die Analyse der Median als robustere Messgröße herangezogen wurde.

Die Entwicklung der Umsatzrentabilität PE-finanzierter PU wurde bereits in der deskriptiven Analyse in Unterkapitel 5.2.1.2 besprochen. Der Vergleich mit den Kontrollunternehmen bestätigt, dass PE-Investoren nicht in Unternehmen mit außerordentlicher Rentabilität investieren und über die Beteiligungsdauer keine signifikanten Verbesserungen der Umsatzrentabilität bewirken.⁹¹⁹

5.2.3.2. OLS Regressionsmodelle

Ein Problem der isolierten Gegenüberstellung der Wachstumsraten bei jährlichen T-Tests ist die Vernachlässigung der longitudinalen Struktur der Daten. So ist das Wachstum eines Unternehmens im Jahr zwei stark vom Wachstum des Vorjahres abhängig. Diese Korrelation wurde in der eben vorgenommenen Analyse nicht berücksichtigt. Außerdem wird auf diese Weise eine Reihe von potentiell konfundierenden Umweltfaktoren ausgeblendet, die unter Umständen einen Einfluss auf das Wachstum der Unternehmen haben könnten. Um diese zumindest teilweise zu erfassen und zu kontrollieren, eignen sich Regressionsmodelle. Neben der erklärenden *Dummy*-Variable (PEvsDB), welche für PE-finanzierte Unternehmen den Wert 1 und für Vergleichsunternehmen den Wert 0 annimmt, können weitere Kontrollvariablen in die Analyse mit einbezogen werden. Die Signifikanz und der Regressionskoeffizient der *Dummy*-Variable geben dann Aufschluss über den Nettobeitrag der erklärenden Variable. Wichtig ist anzumerken, dass dies noch nicht zwangsläufig auch mit einem positiven Nettowertbeitrag des PE-Investors gleichgesetzt werden kann. Der Betakoeffizient beschreibt lediglich den *ceteris paribus* Effekt der Zugehörigkeit zu Untersuchungs- oder Kontrollgruppe auf Umsatz- oder Mitarbeiterwachstum.

Im Detail sollen drei Regressionsmodelle unterschiedlicher Spezifikation diskutiert werden. Tabelle 15 fasst die Modelle 1-3 zusammen. In dem vorliegenden Kapitel sollen vorerst nur die OLS Regressionsmodelle Modelle 1 und 2 vorgestellt werden. Eine gesonderte Beschreibung der *Heckman Two-Step* Regression (Modell 3) erfolgt aufgrund der methodischen Komplexität im folgenden Unterkapitel 5.2.3.3. Ein Variablenverzeichnis findet sich in Anhang 3.

919 Sehr ähnliche Ergebnisse liefert die umfangreiche Matched Sample-Studie 4.143 Buyout-Transaktionen von Borell und Tykvová (2011) S.4f.

Aufbau Modell 1:

Die Modelle 1a und 1b stellen einfache OLS-Regressionen dar. Als abhängige Variable wird das Beschäftigungs- (Modell 1a) bzw. Umsatzwachstum (Modell 1b) einzelner Jahre herangezogen⁹²⁰. Durch die Analyse der jährlichen Wachstumsraten kann auf ein N von 1104 Beobachtungen zurückgegriffen werden, welche von insgesamt nur 219 Unternehmen stammen. Es werden einzelne Unternehmen daher mehrfach in die Regression einbezogen, je nachdem wie lange die Beteiligung durch den PE gehalten wurde und die longitudinale Struktur der Daten wird ignoriert. Um die Unterberücksichtigung von länger zurückliegenden Investitionen zu kontrollieren, wird das Einstiegsjahr als Kontrollvariable (Einstieg_Jahr_z) verwendet.⁹²¹

Um Konjunktur- und Brancheneffekte zwischen den Kalenderjahren zu kontrollieren, wurden Kalenderjahr (J₂₀₀₄₋₂₀₀₉)⁹²² und Branche (BR_1bis2x) als *Dummy*-Variablen berücksichtigt. Letztendlich wurde das Alter des Unternehmens (Alter) herangezogen, um mögliche Lebenszykluseffekte zu kontrollieren.⁹²³ Wenngleich der *Matching*-Algorithmus die Endogenität des *Samples* reduziert, wurde Mitarbeiterstand (MA_{„mi“}), Umsatz (UM_{„mi“}) und EGT (EGT_{„mi“}) im Jahr vor Einstieg des Investors in das Modell mit einbezogen.⁹²⁴

920 Auch hier wurde auf eine Bereinigung von Extremwerten verzichtet, sofern nicht Bedenken bestanden, dass es sich um einen Messfehler handeln könnte. Ebenso wurde es vermieden, fehlende Werte in irgendeiner Form durch statistische Methoden zu ergänzen, zumal dieser Vorgang die Gruppenstruktur der beobachteten Unternehmen berücksichtigen müsste um nicht zu einer Verzerrung des Effektes zu führen.

921 Die Werte wurden zentriert, um eine Interpretation des Interzepts zu erlauben.

922 Wenig überraschend ist der signifikant negative Koeffizient des Jahres 2009 bei dem Umsätze und Beschäftigung im vorliegenden Sample *ceteris paribus* um 22 bzw. 4% zurückgehen. Interessant aber auch nachvollziehbar ist die Tatsache, dass die Krise das Umsatzwachstum bereits im Jahr 2008 erreichte, sich aber erst 2009 im Mitarbeiterwachstum widerspiegelte.

923 Die *Dummy*-Variable Alter ist in Modell 1a auf 1% und in Modell 1b auf 5% Testniveau signifikant. Das negative Vorzeichen bestätigt die Lebenszyklushypothese, dass ältere Unternehmen im Mittel geringere Wachstumsraten aufweisen.

924 Die geringen Signifikanzen dieser Kontrollvariablen können als Bestätigung der Qualität des *Matching*verfahrens angesehen werden.

Ergebnis von Modell 1:

Beide Modelle sind zwar auf einem Testniveau von 1% hoch signifikant, der Anteil der erklärten Varianz des Umsatz- bzw. Beschäftigungswachstums ist aber mit einem R^2 von ,064 und ,075 relativ gering. Zumal aber kein holistisches Modell zur Erklärung des Umsatz- bzw. Beschäftigungswachstum angestrebt wurde, ist das geringere Bestimmtheitsmaß zu erwarten und dem positiven konfirmatorischen Befund eines PE-Investors (PEvsDB) nicht weiter hinderlich. Mit einem p-Wert von 0,021 und 0,059 sind die entscheidenden *Dummy*-Variablen auf einem Testniveau von 5% und 10% signifikant. Ein PE-Investor somit erhöht *ceteris paribus* das jährliche Beschäftigungswachstum um 2,173% und das jährliche Umsatzwachstum um 4,105%.

Auffallend, aber angesichts der Finanzkrise nicht weiter überraschend, sind die hoch signifikanten und negativen Regressionskoeffizienten für das Jahr 2009. Einen signifikanten Beitrag zur Erklärung des Mitarbeiterwachstums leistet auch das Alter des Unternehmens. Zwar ist dieser mit -0,04% p.a. gering, doch illustriert er die Notwendigkeit für Lebenszykluseffekte zu kontrollieren.

Modell 2:

Modell 2a bis Modell 2d berücksichtigen die Wachstumsraten der Unternehmen über den gesamten Beobachtungszeitraum. Somit fließen die 109 Unternehmen der Untersuchungs- und Kontrollgruppe nur einmal in die Analyse ein ($N = 218$). Durch den *Matching*-Prozess wird sichergestellt, dass sich die Betrachtungszeiträume zwischen den *Matched Pairs* gleichen und dass innerhalb einer Branche immer die gleiche Anzahl an PU und Kontrollunternehmen auffindet. Die Verteilung auf Kalenderjahre und Branchen ist somit für beide Gruppen ident und das Ergebnis unverzerrt. Dementsprechend kann die Kontrolle um das beobachtete Kalenderjahr entfallen. Die Modelle 2ab und 2cd unterscheiden sich durch die Berechnung der kumulierten jährlichen Wachstumsraten (CAGR). Im ersten Fall wurden die kumulierten Wachstumsraten über den Beteiligungszeitraum, zwischen erstem Jahr der Beteiligung (t_0) und der maximal sechsten Beobachtung (t_6) herangezogen. Modelle 2c und 2d berücksichtigen hingegen alle kumulierten Wachstumsraten unabhängig vom

Jahr der Beteiligung (J_x) bis zum Jahr 2009 (J_{2009}) unabhängig vom Kalenderjahr.

Der Unterschied der beiden Modelle liegt somit in der Berücksichtigung der Beteiligungsdauer. Während die Modelle 2a und 2b nur Beobachtungen bis maximal sechs Jahre nach Einstieg des PE-Investors zulassen, berücksichtigen die Modelle 2c und 2d auch spätere verfügbare Datenpunkte von Langzeitinvestitionen (<6 Jahren) bei der Berechnung der kumulierten Wachstumsraten⁹²⁵. Ziel der Vorgehensweise ist es, in den Modellen 2a und 2b dem Einwand Rechnung zu tragen, dass ein PE-Investor Effekt in den ersten Jahren nach Einstieg nachvollziehbarer erscheint (t_1 - t_6). Die Modelle 2c und 2d berücksichtigen aber auch die Möglichkeit einer langfristigeren Wirkung von PE.

925 Auch hier wurden die Beobachtungen nur einbezogen wenn sie auch für das Kontrollunternehmen verfügbar waren.

| Impact | OLS-Regression Einzel-jahre | | OLS-Regressionen annualisiert | | | | Heckman Two-Step | |
|-----------------------------|-----------------------------|----------------------|-------------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| | Modell 1a (MA) | Modell 1b (UM) | Modell 2a (MA) | Modell 2b (UM) | Modell 2c (MA) | Modell 2d (UM) | Modell 3a (MA) | Modell 3b (UM) |
| Variable | Koeffizient B (Sig.) | Koeffizient B (Sig.) | Koeffizient B (Sig.) | Koeffizient B (Sig.) | Koeffizient B (Sig.) | Koeffizient B (Sig.) | Koeffizient B (Sig.) | Koeffizient B (Sig.) |
| (Konstante) | 3,627 (,025**) | 10,471 (,003**) | -1,126 (-,574) | 1,439 (,683) | 171 (,885) | 9,141 (,005**) | | |
| PEvsDB | 2,173 (,021**) | 4,105 (,059†) | 4,839 (,043**) | 5,433 (,182) | 1,626 (,241) | 7,561 (,046**) | 2,059 (,345) | 10,367 (,0238**) |
| J ₂₀₀₄ | -312 (,878) | -3,245 (,401) | | | | | | |
| J ₂₀₀₅ | -2,295 (,141) | -1,770 (,617) | | | | | | |
| J ₂₀₀₆ | | -3,162 (,337) | | | | | | |
| J ₂₀₀₆ | 1,564 (,276) | | | | | | | |
| J ₂₀₀₈ | -892 (,542) | -10,002 (,002**) | | | | | | |
| J ₂₀₀₉ | -4,284 (,01**) | -22,617 (,000***) | | | | | | |
| BR_1 | 3,191 (,147) | 6,700 (,173) | 4,734 (,160) | 5,969 (,326) | 2,929 (,143) | 5,015 (,376) | | |
| BR_3 | ,143 (,938) | 4,011 (,355) | 2,734 (,351) | 4,429 (,382) | 1,538 (,378) | -4,441 (,316) | | |
| BR_6 | 2,103 (,236) | 4,228 (,302) | 5,12 (,048**) | 13,118 (,006**) | 2,865 (,065†) | -276 (,944) | | |
| BR_25 | 2,001 (,324) | 8,151 (,079†) | 5,142 (,081†) | 7,250 (,165) | 3,202 (,067†) | -2,437 (,632) | | |
| BR_26 | 2,380 (,217) | 6,937 (,097†) | 5,280 (,098†) | 9,506 (,068†) | 2,985 (,094†) | -12,803 (,005**) | | |
| BR_28 | 2,183 (,143) | 8,337 (,017**) | 5,361 (,028**) | 6,891 (,103) | 3,484 (,016**) | -6647 (,078†) | | |
| BR_2x | 2,166 (,147) | 4,323 (,219) | 7,257 (,002**) | 6,792 (,102) | 3,030 (,027**) | -1,959 (,584) | | |
| Alter | -,040 (,000***) | -,05 (,019**) | -,027 (,110) | -,036 (,230) | -,038 (,839) | -,046 (,102) | | |
| Einstieg_Jahr_z | 0,88 (,697) | -,320 (,549) | ,148 (,642) | -1,171 (,045**) | ,034 (,906) | -,061 (,905) | | |
| MA_um1 | -,002 (,115) | ,000 (,840) | -,002 (,151) | ,000 (,936) | -,001 (,115) | -0,01 (,458) | | |
| UM_um1 | 9,738E-9 (,110) | -1,277E-9 (,906) | 1,418E-8 (,037*) | -4,619E-9 (,693) | 7,380E-9 (,068†) | 9,880E-9 (,353) | | |
| EGT_um1 | 6,782E-8 (,126) | 3,714E-8 (,706) | 7,565E-8 (,151) | 6,375E-8 (,482) | 5,090E-8 (,104) | 1,544E-7 (,388) | | |
| SYN | | | -1,999 (,353) | -,430 (,909) | -,114 (,928) | 3,367 (,322) | ,500 (,687) | ,634 (,798) |
| Inland_Ausland | | | 1,469 (,203) | -5,481 (,177) | 1,615 (,236) | 2,254 (,521) | 1,534 (,250) | -2,248 (,400) |
| Min_Mehr | | | -2,891 (,203) | ,993 (,800) | -,891 (,505) | -5,904 (,093†) | -,499 (,704) | -1,857 (,482) |
| Lambda (Heckman Corr)** | | | | | | | ,0875 (,971) | -1,645 (,754) |
| N | 1104 | 1104 | 218 | 218 | 218 | 218 | 218 | 218 |
| R ² | ,064 | ,075 | ,382 | ,360 | ,136 | ,410 | n.a.* | n.a.* |
| Korrigiertes R ² | ,039 | ,049 | ,063 | ,040 | ,053 | ,072 | n.a.* | n.a.* |
| ANOVA Sig. | ,000*** | ,000*** | ,041** | ,126 | ,063 | ,043** | n.a.* | n.a.* |

* tpc, 1; **p< .05; ***p< .001.
 †R² from instrumental variable equations based on these residuals cannot be interpreted. The variance of ev can be larger than the variance of y and thus R² can become negative. Geyer (2011) S.60.
 **Lambda verkörpert das invertierte Mills/Ratio.

Tabelle 15: Zusammenfassung der Regressionsmodelle PE vs. Datenbank Matches

Ergebnis von Modell 2:

Im Ergebnis sind die Modelle 2b und 2c insgesamt nicht signifikant (ANOVA Sig. 0,126 und 0,063) und daher können ihre Regressionskoeffizienten nicht interpretiert werden. Modell 2a liefert ein signifikantes Ergebnis zugunsten eines höheren Beschäftigungswachstums PE-finanzierter Unternehmen. Die PU der Untersuchungsgruppe wachsen *ceteris paribus* um 4,8 % p.a. schneller als jene der gematchten Kontrollgruppe. Wie bereits bei Modell 1 sollten aber auch hier keine voreiligen Schlüsse hinsichtlich eines positiven Wertbeitrages durch den Investor gezogen werden. Das Ergebnis legt zwar ein signifikant höheres Beschäftigungswachstum der Untersuchungsgruppe nahe, doch kann die auch Resultat einer verbleibenden Restendogenität durch den imperfekten *Matching*-Prozess sein. Mit einem R^2 von 38% erklärt das Modell einen respektablen Anteil der Varianz. Zieht man jedoch das adjustierte Bestimmtheitsmaß zur Beurteilung der Güte des Regressionsmodells zu Rate, so verringert sich dieser Wert auf 6,3% und ist somit wieder nahe an dem in Modell 1a erreichten Wert. Modell 2d liefert signifikante Ergebnisse in Bezug auf das Umsatzwachstum. Im Mittel wachsen die Umsätze PE-finanzierter Unternehmen um 7,5% p.a. schneller als jene ihrer Vergleichsunternehmen.⁹²⁶ In Hinblick auf die später folgende explorative Analyse der Wirkungsdeterminanten wurde in Modell 2 berücksichtigt, ob es sich um syndizierte Investitionen (SYN), Minderheitsbeteiligungen (Min_Mehr) oder um Beteiligungen ausländischer PE-Investoren (Inland_Ausland) handelt. Mit Ausnahme des höheren Umsatzwachstum von Mehrheitsbeteiligungen in Modell 2d finden sich aber vorerst keine signifikanten Unterschiede.

Insgesamt liefern die Modelle 1 und 2 Anzeichen für ein höheres Umsatz- und Beschäftigungswachstum von PE in der Größenordnung von 4-7% bzw. 2-4% p.a. Wie bereits erwähnt, können OLS Regressionen durch die strikte Zuordnung der Unternehmen zu einer der beiden Untersuchungsgruppen (PEvsDB *Dummy*) keine, trotz *Matching* des *Matching* verbleibende, Restendogenität berücksichtigen. Eine Möglichkeit diese zu berücksichtigen und gleichzeitig die Ergebnisse der Modelle 1 und 2 zu validieren ist die *Heckman Two-Step* Regression.

926 Der Anteil der erklärten Varianz R^2 entspricht im Wesentlichen Modell 2a.

5.2.3.3. Heckman Two-Step Regressionsmodelle

In Einklang mit der *state-of-the-art*-Forschung zu PE und im Sinne einer methodenpluralistischen Validierung, wurde die *Impact*-Analyse abschließend um zwei Regressionsmodelle⁹²⁷ (Modell 3ab) ergänzt, welche die zensierte Natur der Daten und den möglicher Weise verbleibenden Selektionseffekt berücksichtigen.

Methodische Erklärung einer Heckman Two-Step Regression:

Wenngleich durch das erfolgte *Matching* in den Modellen 1 und 2 eine Exogenisierung des *Samples* nicht zwingend notwendig ist, so kann dennoch eine Verzerrung durch verbleibende Selektionseffekte nicht ausgeschlossen werden.

Auch im utopischen Falle eines perfekten Vergleichsunternehmens ist beispielsweise davon auszugehen, dass dies zwar immer nur in Bezug auf eines der beiden Modelle (Umsatz oder Mitarbeiter/innen) zutreffen kann, während derselbe *Match* im zweiten Modell geringfügige Abweichungen aufweisen wird. Statistisch gibt es unterschiedliche Methoden eine aus der imperfekten Zuordnung von Vergleichsunternehmen resultierende Residualendogenität zu berücksichtigen⁹²⁸.

Der Selektionsmechanismus ergibt sich also aus der Gruppierung der Daten bzw. durch die durch angesprochene Datenspezifikation in Beobachtungen PE=1 oder PE=0. Diese berücksichtigt zwar deren bivariate Realisierung bzw. Ausprägung (z =„*Sign*“), nicht aber deren Ausmaß bzw. Stärke („*Magnitude*“)⁹²⁹. Die Zugehörigkeit einer Beobachtung zur Gruppe der PE-Unternehmen bzw. der Gegenwahrscheinlichkeit der

927 Zur Methodik der Heckman-Regression seien Leserinnen und Leser auf Heckman (1979), Heckman et al. (1998) und auf Greene (2004) S.784ff verwiesen.

928 Eine Möglichkeit die Gruppierung („*Nesting*“) der Daten in einem Regressionsmodell zu berücksichtigen wären sogenannte hierarchische Regressionsmodelle oder „*Mixed Effect Linear Models*“. Diese ermöglichen eine gesonderte Berücksichtigung der Fehlerstruktur innerhalb und zwischen den Untersuchungsgruppen. Hierarchische Regressionsmodelle finden insbesondere in soziologischen (Multilevel-linear Models) und biometrischen Studien (Mixed-Effects- und Random-Effects Modells) Anwendung. Vgl. Raudenbush und Bryk (2006) S.5. Dem Autor ist aber keine Anwendung einer derartigen Methode in der PE-Forschung bekannt.

929 Greene (2004) S.784.

Kontrollgruppe kann jedoch als Wahrscheinlichkeit interpretiert werden. Um zu einer konsistenten, unverzerrten Schätzung des Erwartungswertes der Wachstumsdifferenz zu gelangen, bedarf es daher einer Korrektur der Endogenität bzw. einer Korrektur der Datenspezifikation.

Die Methodik der *Heckman two-step* Regressionen⁹³⁰ stammt aus der Arbeitsmarkt-Ökonometrie und stellt eine vereinfachte Möglichkeit dar, diesen Korrekturterm zu schätzen. Sie basiert auf eben demselben Hintergedanken, die dichotome Zuordnung eines Unternehmens zu einer Gruppe in eine diskrete, aus den Charakteristiken des Unternehmens abgeleitete, Wahrscheinlichkeitsvariable (λ) zu transformieren⁹³¹. James Heckman erkannte also, dass es sich bei dem Selektionsproblem nicht um ein *Sampling*-Problem handelte, sondern um ein Datenspezifikationsproblem. Durch eine einfache Umspezifizierung der Gruppierungsvariable kann die Heckman-Regression dieses Datenspezifikationsproblem lösen.

Vorgehensweise einer Heckman Two-Step Regression

In einem ersten Schritt wird die Variable Lambda (λ) wird Zuge einer Probit-Regression (*Selection Equation*) näherungsweise approximiert⁹³². Sie stellt statistisch die invertierte *Mills-Ratio* dar.⁹³³ Die Ausprägung der Variable λ kann als Proxy für die eindeutige Zuordenbarkeit eines Unternehmens in eine der beiden untersuchten Gruppen (PEvsDB) interpretiert werden.

In einem zweiten Schritt wird Lambda als erklärende Variable in eine OLS Regression (*Response Equation*) aufgenommen, um so die Endogenität des *Samples* zu kontrollieren. Der Betakoeffizient der *Dummy*-Variable

930 Die Vorgehensweise wird auch als Heckman-Korrektur oder als Heckit-Regression bezeichnet. Vgl. Greene (2004) S.784.

931 Die Wahrscheinlichkeit wird auch Fitted Probability oder Hazard Rate genannt. Bei der zweistufigen Vorgehensweise handelt es sich um eine limited information estimation. Eine full information estimation wäre mit hierarchischen Regressionsmodellen, welche die besondere Nesting Struktur berücksichtigen möglich. Bushway et al. (2007) S.151.

932 Eine weitere, exakte Berechnung der Fitted Probabilities wäre die Berechnung mittels Maximum Likelihood Methoden.

933 Greene (2004) S.784 und Bushway et al. (2007) S.161.

und dessen p-Wert werden somit exogenisiert und eine verbleibende Restendogenität reduziert.⁹³⁴

Zwar ist die *Heckman Two-step Regression* in jedem Fall weniger effizient als eine *Full Information Maximum Likelihood*-Estimation (FIML) bei der Berücksichtigung von Selektionseffekten, doch ist sie in geringerem Ausmaß von der Normalverteilungsannahme abhängig und somit robuster und einfacher in seiner Anwendung.⁹³⁵

Durchführung der Heckman Two-Step Regression

Da SPSS keine standardmäßige Berechnung der Mills Ratio vorsieht, wurde bei der Berechnung der beiden *Heckman*-Regressionen *EViews* verwendet.⁹³⁶ Die Ergebnisse der *Response Equation* bezeugen die Qualität des vorgenommenen *Matchings*. Das Modell berücksichtigt als erklärende – bzw. als mögliche, Endogenität erzeugende Variablen⁹³⁷

- die absolute Höhe der Beschäftigung, des Umsatzes und des EGT vor Einstieg des Investors (MA_TM1, UM_TM1, MW_TM1),
- das Einstiegsjahr des Investors (EINSTIEG_JAHR_ZENT),
- das Alter des Unternehmens (ALTER),
- die mittlere EGT-Marge (MW_EGT_MARGE),
- die Branchenzuordnung (BR_{1bis2x}) sowie
- das Umsatz- und Beschäftigungswachstum im Jahr vor Einstieg des Investors (UM_Wachs_TM1, MA_Wachs_TM1).

934 Auch hier muss aber angemerkt werden, dass diese Exogenisierung nur hinsichtlich der Variablen erfolgen kann, die in die Selection Equation miteinbezogen werden. Die Gefahr eventuell unberücksichtigter, Endogenität verursachende Störvariablen bleibt bestehen. Außerdem ist anzumerken, dass die Schätzer der Heckman-Regression unter Umständen inkonsistent sein können.

935 Bushway et al. (2007) S.162. Ein weiteres Problem der Heckman Regression stellt die Gefahr der Multicollinearität durch die Berücksichtigung der Mills Ratio. Vgl. Bushway et al. (2007) S.163.

936 Es ist allerdings wichtig anzumerken, dass die Schätzer der Residuen unter Umständen unterschätzt werden. Dies wird aber in den meisten statistischen Programmen automatisch bereinigt. Vgl. Vgl. Bushway et al. (2007) S.163. *EViews* bereinigt in der Berechnung der Heckman Regression die Verzerrung der Fehler.

937 Fehlende Werte wurden durch den Mittelwert ersetzt, um eine Verzerrung der LOGIT-Analyse zu verhindern.

Alleine das Umsatzwachstum des Unternehmens im Jahr vor Einstieg des Investors (UM_Wachs_TM1) leistet einen signifikanten Beitrag zur Zuordnung zwischen Untersuchungsunternehmen und Kontrollunternehmen. Methodisch stellt dieser Wert die Ursache für eine verbleibende Residualendogenität dar. Theoretisch ist er auch als Ergebnis des in Unterkapitel 3.2.1 diskutierten Selektionseffektes zu interpretieren.

Der geringe *Fit* der *Response Equation* zeigt, dass die Zuordnung der Unternehmen zu einer Gruppe nahezu zufällig erfolgt. Die *Expectation-Prediction-Analyse* zeigt, dass nur 58,7% der Unternehmen auf Basis der berücksichtigten Variablen korrekt zugeordnet werden. Das Modell ist somit nur in 8,7% der Fälle besser als eine vollkommen zufällige Zuordnung. Diese Tatsache zeugt von dem effizienten *Matching* des *Samples* und validiert die Ergebnisse der bisherigen Vergleiche mit *Datenbank-Matches*.

Ergebnis der Heckman Two-Step Regression:

Im Endergebnis der zweistufigen *Heckman Regression* (Tabelle 15) bleibt der positive Befund zumindest bezüglich des Umsatzwachstums bestehen. PE-finanzierte Unternehmen wachsen sogar um fast 10,4% p.a. schneller als ihre Kontrollunternehmen, was einen Anstieg gegenüber dem einstufigen Regressionsmodell darstellt (4,1% p.a.)⁹³⁸. Diese Beobachtung ist insofern interessant, als dass unter der Voraussetzung einer effizienten Investitionsentscheidung des PE-Investors (Selektion) ein geringerer Beta-Koeffizient zu erwarten gewesen wäre, zumal die *Heckman-Regression* das Modell um den endogenen Wertbeitrag bereinigt. In Summe bedeutet dies, dass PE-finanzierte PU auch nach Kontrolle der Restendogenität im Mittel ein höheres Umsatzwachstum aufweisen als deren Vergleichsunternehmen.

Darüber hinaus gibt es jedoch in der Kontrollgruppe vereinzelte Unternehmen, deren *a priori* Merkmalsausprägungen im Rahmen des Modells

⁹³⁸ Um die durch EViews semiautomatisiert generierten Ergebnisse zu validieren, berechnete der Autor überdies dieselben Selection Equations mit den fitted values für die abhängige Variable (PEvsDB) derselben Logit-Analyse. Die Ergebnisse sind nahezu ident und bestätigen die Modelle 3a und 3b. Die Hinzunahme einer Konstante (Intercept) verändert die Ergebnisse nicht.

sie zu einem idealen PE-Kandidaten machen würden.⁹³⁹ Die Gründe hierfür könnten vielfältiger Natur sein, nach Einschätzung des Autors ist der Grund jedoch eher in einer Selektion seitens der PU zu suchen, als in einer ineffizienten Investitionsentscheidung durch den PE-Investor.⁹⁴⁰

Eine idente Beobachtung machen auch Bertoni et al. (2010) für ein *Sample* von 215 italienischen *Buyouts*. Nach deren Interpretation sind im italienischen Kontroll-*Sample* Unternehmen enthalten, die eine hohe Mills Ratio (im Sinne einer hohen PE-Eignung) aufweisen, aber sich dennoch bewusst gegen eine PE-Finanzierung entscheiden und somit nicht für PE-Investoren zugänglich sind („*out of the Market*“)⁹⁴¹ sind. Auch für den österreichischen PE-Markt, der von starken Vorurteilen gegenüber PE-Investoren gekennzeichnet ist, wäre ein derartiger Befund mehr als nachvollziehbar.

In Bezug auf Mitarbeiterinnenwachstum ist das Ergebnis zwar positiv (2% p.a.), aber nicht signifikant. Über die Gründe für das Verschwinden dieses Effektes können nur Annahmen getroffen werden. Eine Erklärung wäre, dass im Falle von Mitarbeiter/innenwachstum der Selektionseffekt dominiert und die PE-Geber keinen tatsächlichen Wertbeitrag zur Schaffung von Arbeitsplätzen liefern. Wahrscheinlicher ist jedoch, dass die *Selection Equation* bzw. die verfügbaren Daten nicht umfassend genug sind um die Wahrscheinlichkeit der Zugehörigkeit zu einer der beiden Untersuchungsgruppen, also die Investitionsentscheidung, zu modellieren. Da es sich bei den beiden Modellen um *Instrumental Variable Equations* handelt, kann die Güte des Gesamtmodells nicht mithilfe des Bestimmtheitsmaßes bzw. des adjustierten Bestimmtheitsmaßes beurteilt

939 Die Selection-Equation, welche durch die Probit-Regression nachgebildet wird, zeigt also, dass eine Zuordnung dieser Unternehmen zur Gruppe der Kontrollunternehmen auf Basis der verwendeten Selektionskriterien nicht nachzuvollziehen ist. Diese High-potentials verzerren in einem einfachen Vergleich der Wachstumsraten die Überlegenheit zu ungunsten PE-finanzierter PU. In einer zweistufigen Heckman-Regression werden sie aufgrund ihrer statistischen Fehlzuordnung übergewichtet und verzerren den Wachstumsvorsprung zu Gunsten der PU.

940 Grund für diese Interpretation ist die Tatsache, dass im Rahmen der Probit-Regression ohnehin nur jene Unternehmenskennzahlen mit hoher Visibilität einbezogen werden konnten, die einem PE-Investor in jedem Fall als Entscheidungsgrundlage für seine zur Verfügung stehen würden.

941 vgl. Bertoni et al. (2010) S.15f.

werden.⁹⁴² Die Koeffizienten und p-Werte sind jedoch unverzerrt und interpretierbar.⁹⁴³

Analog zu Modell 2 wurden als zusätzlicher erklärender Variablen Syndizierung (SYN), Minderheitsbeteiligung (MIN_MEHR) und Herkunft des Investors (INLAND_AUSLAND) mit einbezogen. Diese sind durchwegs nicht signifikant. Über die Modelle finden sich aber leichte Anzeichen dafür, dass jene PU, an denen ausländische Investoren beteiligt sind, ein geringeres Umsatz- und Beschäftigungswachstum aufweisen.

Gesamtbeurteilung der Heckman Two-Step Regression:

In Summe zeigen die *Heckman two-step*-Regressionen nicht nur, dass das durch den Autor vorgenommene *Matching* eine ausreichende Qualität aufweist und dass die Interpretation der in den Unterkapiteln 5.2.2 und 5.2.3 vorgenommenen *Impact*-Analysen nur in geringem Ausmaß von Endogenität beeinträchtigt sind, sondern liefern darüber hinaus starke Hinweise darauf, dass über die Selektion hinaus ein signifikant höheres Umsatzwachstum unter den PU besteht. Die Unterstellung eines direkten Kausalzusammenhanges im Sinne eines aktiven Wertbeitrages ist zu diesem Zeitpunkt jedoch noch mit Einschränkungen verbunden, zumal nicht alle Faktoren, die das Wachstum von Unternehmen beeinflussen, in der Analyse berücksichtigt werden konnten.

Durch den *Matched Sample*-Vergleich wird das Endogenitätsproblem verringert. Der gewählte *Matching*-Algorithmus soll in gewissem Ausmaß die Selektion des PE-Investors vorwegnehmen. Da nur wenige und vor allem leicht operationalisierbare Kriterien in den *Matching*-Prozess einbezogen werden können, wurde im Rahmen der Analyse ein Mischverfahren konzipiert, das auch die subjektive Einschätzung der Befragten einbezieht. Die Ergebnisse dieses *Respondent-Matchings* sollen im folgenden Unterkapitel 5.2.4 diskutiert werden.

5.2.4. Vergleich mit Respondent-Matches (RM)

Das *Respondent-Matching* kombiniert die Vorteile einer expertenbezogenen, subjektiven Zuordnung von Vergleichsunternehmen mit den Vor-

942 vgl. Geyer (2011) S.60.

943 vgl. Bushway et al. (2007) S.164f.

teilen einer objektiven Erfolgs- bzw. Wachstumsmessung und stellt den dritten und letzten Schritt der konfirmatorischen Impact Analyse dar.

Insgesamt nannten 26 PU ein oder mehrere Vergleichsunternehmen,⁹⁴⁴ was einer Rücklaufquote von 24% bezogen auf die bereinigte Grundgesamtheit von 109 PU darstellt. Demnach können die Ergebnisse im Gegensatz zum Datenbank-*Matching* nicht als zweifelsfrei repräsentativ erachtet werden. Insbesondere die Problematik eines möglichen *Bias* durch die Konzentration der *Respondents* auf überdurchschnittlich erfolgreiche Unternehmen, die unter Umständen eher bereit wären ihren stärksten Konkurrenten zu nennen, ist offenzulegen. Das Ergebnis des Vergleiches bietet jedoch die Möglichkeit zusätzlicher Erkenntnisse und einen weiteren Ansatz zur Validierung des Gesamtergebnisses.

Vergleich der Beschäftigungswachstumsraten:

Ein Blick auf die Beschäftigungswachstumsraten nach dem Jahr der Beteiligung in Abbildung 67 liefert ein auf den ersten Blick eindeutiges Bild.

Eine zu klärende Frage stellt die Handhabung von Mehrfachnennungen von Konkurrenten dar. Um eine Übergewichtung einzelner PU im *Sample* zu verhindern, wurden in der vorliegenden Spezifikation alle genannten *Respondent-Matches* einbezogen, während das PU nur als eine Beobachtung in das *Sample* eingeflossen ist.⁹⁴⁵

944 Ein Unternehmen nannte eine spezifische Geschäftssparte eines multinationalen Elektrokonzerns als wichtigsten Konkurrenten. In diesem Fall wurden die Geschäftsberichte des Respondent Matches hinzugezogen und die Wachstumsdaten des einzelnen Geschäftsbereiches für den Vergleich herangezogen.

945 Eine derartige Vorgehensweise birgt die Gefahr, dass systematische Zusammenhänge zwischen den Vergleichsunternehmen das Ergebnis verzerren können. So unterscheiden sich beispielsweise die Branchenverteilungen zwischen PE und Respondent Match Sample leicht.

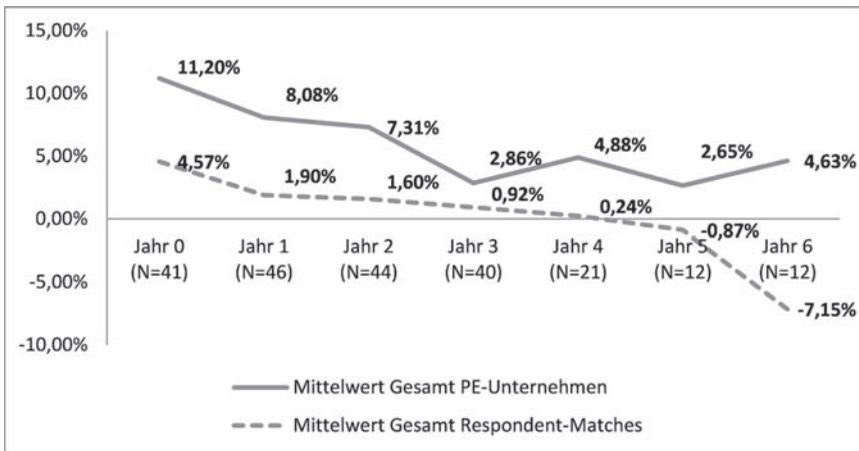


Abbildung 67: Vergleich PU vs. RM Beschäftigung nach Jahr der Beteiligung

Ein statistischer Mittelwertvergleich, gestaltet sich aber aufgrund der geringen Stichprobengröße als schwierig. Ein zweiseitiger T-Test auf Mittelwertvergleich liefert einen p-Wert von 0,099 und somit nur auf einem Testniveau von $\alpha < 0,1$ einen signifikanten Mittelwertunterschied. Berücksichtigt man aber, dass es sich bei der Fragestellung genaugenommen um einen einseitigen Mittelwertvergleich handelt, kann unter Berücksichtigung aller Einschränkungen (insb. *Respondent-Bias*) ein positiver Befund attestiert werden.

Ein nicht-parametrischer Mann-Whitney-U-Test stützt dieses Ergebnis mit einer asymptotischen zweiseitigen Signifikanz von 0,083. Der Test basiert auf den linearen Rangsummen der Verteilungen und ist neben dem Wilcoxon-Rangsummentest einer der bekanntesten Tests für das Zweistichproben-Problem.⁹⁴⁶ Im Vergleich zum parametrischen T-Test zeichnet sich der Mann-Whitney-U-Test durch eine hohe Effizienz aus und sollte Anwendung finden, wenn die Annahme einer Normalverteilung nicht gerechtfertigt erscheint.⁹⁴⁷

946 vgl. Büning und Trenkler (1978) S.131.

947 vgl. Büning und Trenkler (1978) S.135.

Eine Betrachtung des Beschäftigungswachstums nach Kalenderjahren ist in Abbildung 68 dargestellt. Diese stützt den Befund der vorhergegangenen Analyse weitgehend.

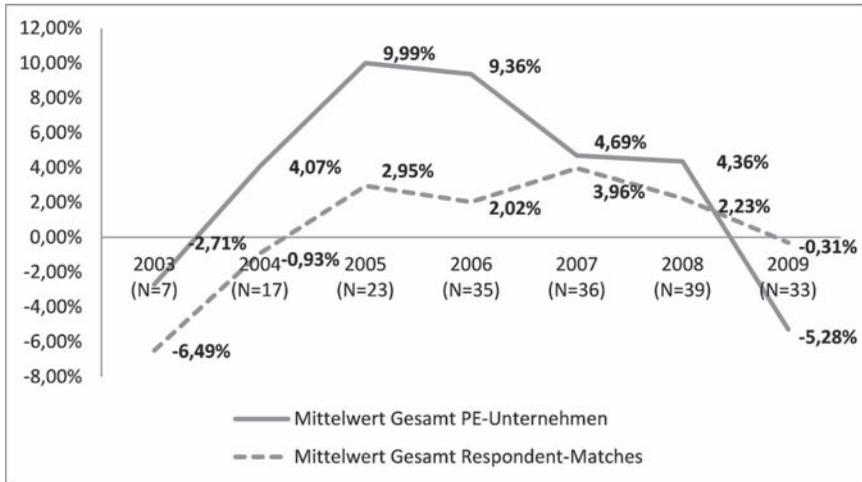


Abbildung 68: Vergleich PU vs. RM Beschäftigung nach Kalenderjahr

Interessant anzumerken ist, dass im *Respondent-Match*-Vergleich PE-finanzierte Unternehmen in den Krisenjahren weitaus mehr Arbeitsplätze abgebaut haben als die genannten Konkurrenten. Eine Übertragung dieses Ergebnisses auf die Gesamtheit der PE-finanzierten Unternehmen ist zwar nicht zulässig, es ist aber ein weiteres Indiz dafür, dass die im Vergleich mit volkswirtschaftlichen Wachstumskennzahlen unterstellte höhere Krisenresistenz einen Trugschluss darstellt.

Vergleich der Umsatzwachstumsraten:

Ein Blick auf die Entwicklung der Umsatzzahlen zwischen PE-finanzierten Unternehmen und den von ihnen identifizierten *Respondent-Matches* spricht für einen leichten Wachstumsvorsprung PE-finanzierter Unternehmen. Abbildung 69 und 70 zeigen diesen in der gewohnten Form.

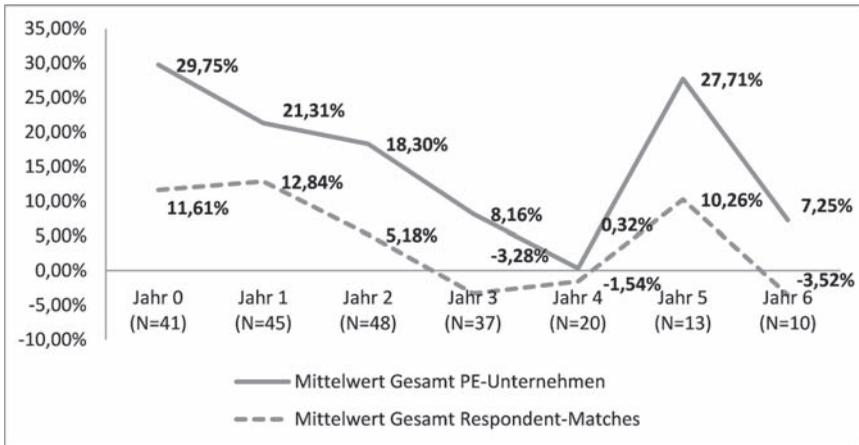


Abbildung 69: Vergleich PU vs. RM Umsatz nach Jahr der Beteiligung

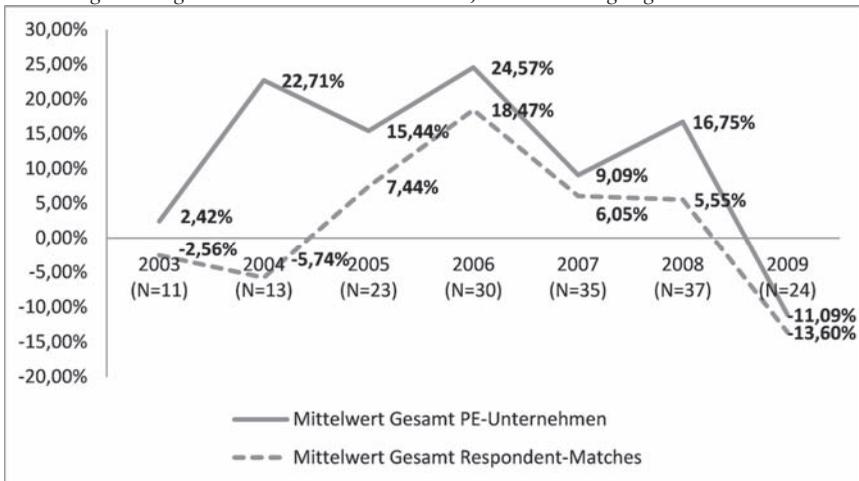


Abbildung 70: Vergleich PU vs. RM Umsatz nach Kalenderjahr

Der Mittelwertunterschied wird durch den T-Test mit einem p-Wert von 0,06 nur auf einem Testniveau von $\alpha < 0,1$ bestätigt. Abschließend erfolgt – analog zur Analyse des Beschäftigungswachstums – eine Umrechnung der Daten auf Kalenderjahre. Auch in dieser Spezifikation übersteigt das

Umsatzwachstum der PE-finanzierten Unternehmen ausnahmslos jenes der genannten Vergleichsunternehmen.

Ein T-Test kann den Mittelwertunterschied zwischen *Respondent-Matches* und PU in Bezug auf Umsatzwachstum allerdings nur auf einem Testniveau von $\alpha < 0,1$ bestätigen (p-Wert = 0,097).

5.3. Explorative Analyse der Wirkungsbeziehung

Mit dem *Respondent-Match* Vergleich ist der konfirmatorische Teil der *Impact*-Studie abgeschlossen. Bevor aber auf eine abschließende Conclusio übergeleitet wird, sollen die Daten noch für eine explorative Analyse herangezogen werden. Ziel ist es, einerseits die

- *Subjektiv empfundenen allgemeinen Auswirkungen* anhand des vom Autor hergeleiteten Wirkungsmodells (Unterkapitel 5.3.1) zu abzufragen und zu analysieren. Auf diese Weise sollen Erkenntnisse über die konkreten Ursache-Wirkungsbeziehungen gewonnen werden. In einem weiteren Schritt sollen im Rahmen der
- *subjektiven Ergebnisse zum Wirkungsmodell* (Unterkapitel 5.3.2) Aussagen zu den einzelnen Wirkungskomponenten des umfassenden Modells gemacht werden. Auf diese Weise soll ein Einblick über die konkreten Mechanismen der Investor-PU Beziehung gewonnen werden. In einem letzten Schritt wechselt der Fokus auf die Umfeldfaktoren der Investor-PU Beziehung und die
- *Determinanten der PE-PU Wirkungsbeziehung* (Unterkapitel 5.3.3) gelegt. In einem zweistufigen Verfahren wird ein systematischer Vergleich erfolgreicher und weniger erfolgreicher PU sowie quantitative *In-Sample*-Regressionsanalysen durchgeführt.

Auf diese Weise soll der in der konfirmatorischen Analyse identifizierte Impact auf explorative Weise konkretisiert werden und es sollen mögliche künftige Forschungsfelder im Umfeld der passivseitigen Perspektive der Unternehmensinternationalisierung identifiziert werden.

5.3.1. Subjektiv empfundene allgemeine Auswirkungen

Die Erhebung der subjektiv empfundenen Auswirkungen hat mehr als nur den Zweck einer Validierung der objektiven *Impact*-Studie. Vielmehr sollen mit ihrer Hilfe erste qualitative Erkenntnisse über die konkreten Wirkungsmechanismen gewonnen werden.

Zusätzlich zu dem der Studie zugrundegelegten Wirkungsmodell wurde eine Reihe Fragen in den Fragebogen aufgenommen, deren Ziel es war, die Heterogenität der Auswirkungen zu analysieren. Die eröffnenden Fragen bezogen sich auf die allgemeinen Auswirkungen der PE-Investoren auf die PU sowie mit deren Wertbeiträgen.

Zufriedenheit der PU Manager/innen mit der Unternehmensentwicklung:

In einer ersten Frage wurde die subjektive Zufriedenheit des/der PU-Manager/in mit der Unternehmensentwicklung seit Einstieg des Investors abgefragt.⁹⁴⁸ Die Unternehmensentwicklung wurde hierbei anhand von sieben Wachstums- und Internationalisierungskennzahlen gemessen. Abbildung 71 fasst die Ergebnisse zusammen.⁹⁴⁹

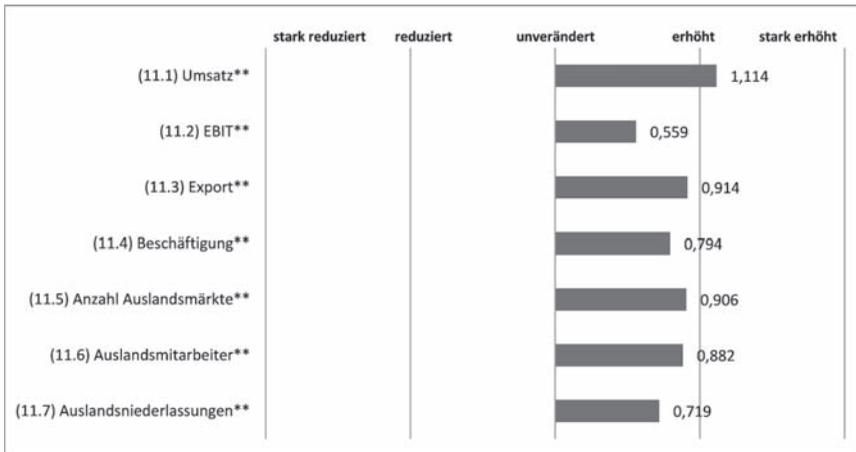


Abbildung 71: Subjektives Wachstum und Internationalisierung seit Einstieg

Insgesamt ist die Einschätzung der befragten PU-Manager/in durchaus signifikant positiv und homogen.⁹⁵⁰ Es gibt keine Anzeichen dafür, dass

948 Hierbei wurde bewusst auf die Abfrage des direkten Wertbeitrages des Investors verzichtet.

949 Mit Sternen ist das Signifikanzniveau des T-Tests zwischen der unabhängigen Stichprobe und dem Testwert 0 (=unverändert) gekennzeichnet.

950 Nach Korrektur um die Alphafehler-Kumulierung sind weiterhin alle Kennzahlen bis auf EBIT signifikant (alle weisen einen P-Wert von 0.000 auf).

die Unternehmensentwicklung einseitig auf wenige Kernvariablen konzentriert ist. So attestiert die Mehrheit der Befragten auch einen Anstieg der Beschäftigtenzahlen im Inland und Ausland. Nur ein Unternehmen gab an, dass die Beschäftigung seit dem Einstieg des PE-Investors stark reduziert wurde, und zwei Unternehmen berichteten von einer geringeren Reduktion der Beschäftigung.⁹⁵¹ Die beantwortenden Unternehmen wiesen daher keine außerordentlichen Restrukturierungsmaßnahmen auf, sondern sind durchwegs Wachstumsunternehmen mit einer verstärkten Internationalisierungsstrategie.

Strategische Ausrichtung des PU seit Einstieg des PE-Investors:

In einer zweiten Frage, welche in Abbildung 72 dargestellt wird, wurde versucht, die strategischen Veränderungen am PU abzufragen. Insgesamt sprachen die PU von einer signifikanten Erhöhung der internationalen Ausrichtung und einer stärkeren Wachstumsorientierung. Bezüglich der Risikobereitschaft konnten nicht ausreichend Hinweise auf eine Erhöhung gefunden werden.⁹⁵²

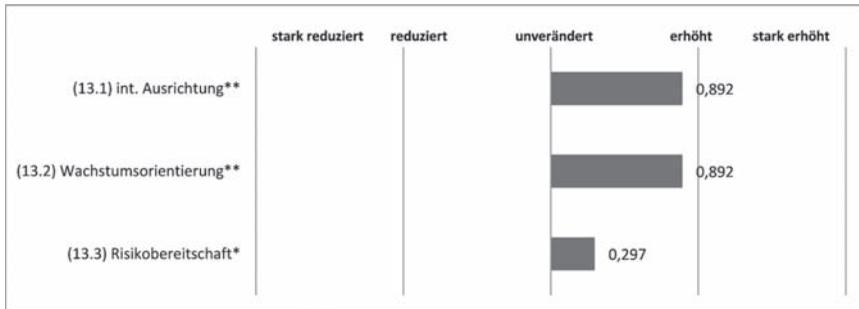


Abbildung 72: Strategische Veränderungen seit Einstieg des PE-Investors

951 Die Einschätzungen decken sich mit den aus den Datenbanken generierten Sekundärdaten, in denen nur drei der beantwortenden Unternehmen einen Rückgang der Mitarbeiter/innen von mehr als 10% p.a. zu verzeichnen hatten.

952 Nach einer Adjustierung um die Alphafehler-Kumulierung verschwindet die Signifikanz ($p=0,026$).

Subjektive Einschätzung des Wertbeitrages des PE-Investors:

Analog zur Wertbeitragshypothese wurde in einer weiteren subjektiven Frage nach der Einschätzung des Wertbeitrages des PE-Investors gefragt. Hierbei wurde versucht, die persönliche Einschätzung der PU-Manager/in zu einigen in der Literatur vertretenen Hypothesen abzufragen. Abbildung 73 fasst die Ergebnisse zusammen.

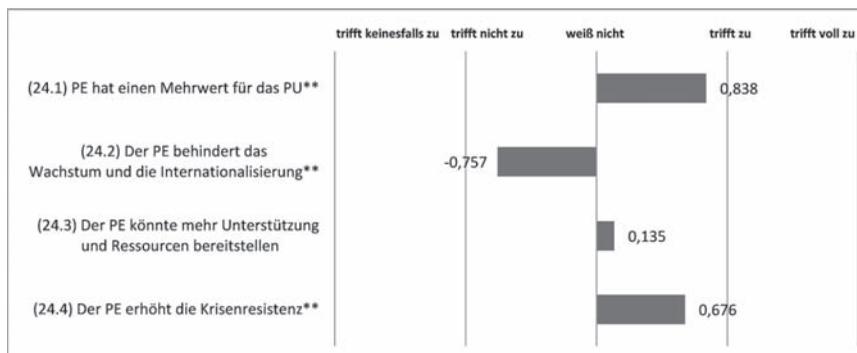


Abbildung 73: Subjektiv empfundener Wertbeitrag des PE-Investors

Der Frage nach dem vom PE gelieferten Mehrwert wurde überwiegend zugestimmt, wenngleich der Mehrwert nur in sechs Fällen (17%) volle Zustimmung erhielt. Nur drei Unternehmen stimmten dem Mehrwert nicht zu (8%). Zur Validierung dieses Ergebnisses wurde in einer weiteren Frage nach einem möglichen negativen Wertbeitrag im Sinne einer Wachstumsbehinderung durch den PE-Investor gefragt. Das Ergebnis ist nahezu ident und unterstreicht die Einschätzung. PU scheinen eine moderat positive Einschätzung des Wertbeitrages von PE zu haben. Erwartungsgemäß besteht zwischen den Konstrukten eine stark positive, oder, bei der Frage nach einer eventuellen Behinderung durch den PE-Investor, eine stark negative bivariate Korrelation. Interessant ist jedenfalls, dass jene PU, die den PE-Investor als behindernden Faktor erachten, auch der Meinung sind, dass dieser mehr Ressourcen zur Verfügung stellen könnte.⁹⁵³

953 Der bivariate Pearson Korrelationskoeffizient ist signifikant ($p=0,005$) und beträgt 0,453.

In einer Frage wurde versucht, die Zufriedenheit mit den von den PE-Investoren zur Verfügung gestellten Unterstützungsleistungen und Ressourcen zu erheben. Interessanterweise scheinen die befragten PU im Mittel mit der gelieferten Unterstützungsleistung weder sehr zufrieden noch sehr unzufrieden zu sein. Mit einer Standardabweichung von nahezu 1,1 scheint aber in dieser Hinsicht keinesfalls Einigkeit zu bestehen.⁹⁵⁴

Dieses Ergebnis könnte zweierlei Gründe haben. Einerseits könnten die Erwartungen an den PE-Investor seitens der PU sehr heterogen sein, was in weiterer Folge zu stark divergierenden Einschätzungen führt. Andererseits kann die unterschiedliche Wahrnehmung auch in einer tatsächlich unterschiedlichen Unterstützungsleistung zwischen unterschiedlichen Fonds begründet sein. In der letzten Teilfrage wurden leichte Anzeichen dafür gefunden, dass die Präsenz des PE-Investors die Krisenresistenz des Unternehmens erhöht. In dieser Ansicht stimmen die Befragten mit den empirischen Ergebnissen von Boucly et al. (2009) überein.⁹⁵⁵

Um die Heterogenität der Wertschätzung der PU-Manager/innen hinsichtlich der vom PE-Investor erbrachten Unterstützungsleistungen näher zu untersuchen, wurde das *Sample* in PU geteilt, welche die Unterstützungsleistung des PE-Investors als unzureichend betrachteten (N=12), und jene, die keine weiteren Unterstützungsleistungen erwarten oder wollen⁹⁵⁶ (N=18).

Gegenüberstellung zufriedener und unzufriedener PU Manager/innen:

Tabelle 16 stellt drei auffallende Unterschiede zwischen den beiden *Samples* gegenüber.

954 Hierbei steht weniger die Signifikanz als die absolute Höhe des Mittelwertes im Vordergrund. Der Vollständigkeit halber sollte aber angemerkt werden, dass alle signifikanten Werte (alle P-Werte liegen bei 0,000) auch nach Korrektur um den kumulierten Alphafehler signifikant bleiben.

955 vgl. Boucly et al. (2009) S.11. Auch Brinkrolf (2002) S.155 findet in seiner Befragung der PU ausreichend Bestätigung der Rolle des PE als „Krisenhelfer“.

956 Sommer (2009) S.226 kommt ebenso zu dem Schluss, dass viele PU keine starke Einflussnahme des PE-Investors wünschen.

| Zufriedene PU (N=12) | | Unzufriedene PU (N=18) | |
|---|-----|------------------------|-----|
| Anteil ausländischer Investoren | | | |
| N=9 | 75% | N=6 | 33% |
| Anteil an Mehrheitsbeteiligungen | | | |
| N=7 | 58% | N=4 | 22% |
| Anteil an Buyout-Finanzierungen | | | |
| N=7 | 58% | N=4 | 22% |

Tabelle 16: Gegenüberstellung unzufriedene PU und zufriedene PU

Innerhalb der Stichprobe mit der Unterstützungsleistung zufriedener PU ist der Anteil ausländischer Investoren und der Anteil von PE-Investoren mit Mehrheitsbeteiligung auffallend höher. Die Interpretation dieser Werte muss aber sehr vorsichtig erfolgen. Erstens kann von den relativ kleinen *Subsamples* in Bezug zur Grundgesamtheit von 109 Unternehmen keinesfalls mehr auf Repräsentativität geschlossen werden. Zweitens, und noch viel wichtiger, kann der Unterschied auf andere Faktoren zurückzuführen sein. Die hohe Zufriedenheit mit den Unterstützungsleistungen bei ausländischen Investoren muss beispielsweise dahingehend entschärft werden, dass es sich bei diesen Investitionen zumeist um vielversprechende und überdurchschnittlich erfolgreiche PU handelt, die internationale Investoren anziehen. Es ist demnach nicht auszuschließen, dass es sich vielmehr um ein Resultat der Endogenität, als um einen tatsächlichen Unterschied im Beteiligungsmanagement handelt.⁹⁵⁷ Die höhere Zufriedenheit der PU mit dem Beteiligungsmanagement des Investors spiegelt sich darüber hinaus nicht in einer verbesserten operativen Performance der PU wider, wie in 5.2.3 gezeigt wurde.

In Bezug auf das Ausmaß der Beteiligung entspricht die Beobachtung bisherigen empirischen Ergebnissen, wonach PE-Investoren mit aktivem Beteiligungsmanagement überwiegend Mehrheitsbeteiligungen eingehen,⁹⁵⁸ um ihre aktive Einflussnahme absichern zu können. Die scheinbar höhere Zufriedenheit mit *Buyout*-Beteiligungen muss dahingehend relativiert werden, dass es sich in vielen dieser Fälle wahrscheinlich um MBOs handelt, die vom beantwortenden Management des PU initiiert wurden. Dementsprechend besteht die Gefahr, dass diese PU Vertreter/innen gegenüber den PE-Investoren, welche den *Buyout* finanziert

957 Dafür spricht auch die Tatsache, dass viele dieser PU syndizierte Investitionen darstellen, an denen österreichische Investoren beteiligt sind.

958 vgl. Barry et al. (1990) S.469 und Cotter und Peck (2001) S.101.

haben, grundsätzlich positiver eingestellt sind. Außerdem ist anzunehmen, dass in Fällen, in denen ein bestehendes Management ein PU übernimmt, weniger Managementunterstützung nachgefragt wird als in Unternehmen, welche sich in der Expansionsphase befinden. In einer vierten Fragebatterie wurden subjektive Auswirkungen des PE-Investors auf die Internationalisierung des PU abgefragt.

Subjektive Auswirkungen des PE-Investors auf die Internationalisierung:

Abbildung 74 zeigt die subjektive Einschätzung der PU-Manager/in bezüglich des konkreten Einflusses des PE-Investors auf den Internationalisierungsgrad des PUs. Auch in dieser Frage stimmen die Befragten weitgehend zu, dass der PE-Investor nicht nur den Internationalisierungsgrad, sondern auch die geographischen Möglichkeiten des PU steigert und die Internationalisierungsgeschwindigkeit erhöht. Allerdings ist die Zustimmung hierzu nicht sehr hoch.



Abbildung 74: Subjektive Auswirkungen des PE-Investors auf Internationalisierung

Veränderung der Markteintrittsformen seit Einstieg des PE-Investors:

Um den allgemeinen Teil der qualitativen Befragung abzuschließen, wurden die PU nach einer Veränderung der vorrangigen Markteintrittsstrategie befragt. Im Hintergrund steht die in Bezug auf die Finanzierungsfunktion (Unterkapitel 4.3.2) getroffene Annahme, dass das zusätzliche Kapital des PE-Investors kapitalintensivere Markteintrittsformen erlaubt und somit eine Beschleunigung der

Internationalisierung bewirkt.⁹⁵⁹ Die PU-Vertreter/innen wurden nach der Veränderung der Bedeutung unterschiedlicher Markteintrittsformen seit dem Einstieg des Investors befragt. Abbildung 75 zeigt, dass vor allem 100-prozentige Tochtergesellschaften, Vertriebsniederlassungen und der Export allgemein an Bedeutung seit dem Einstieg des PE-Investors gewonnen haben.⁹⁶⁰

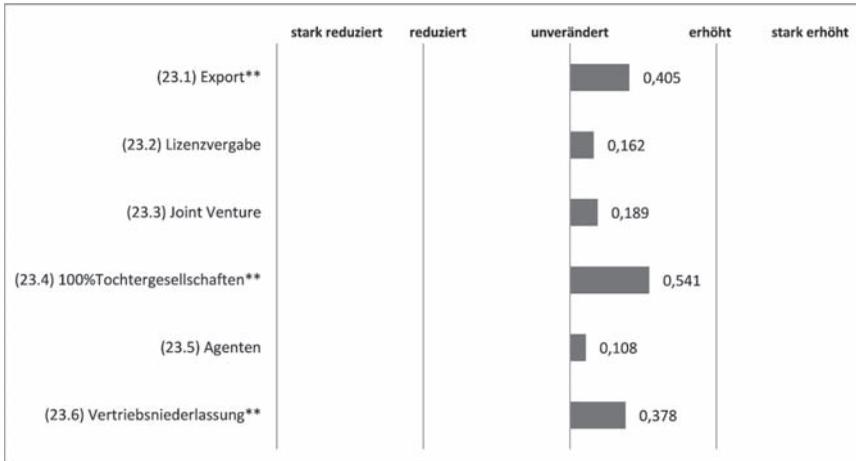


Abbildung 75: Veränderung der Bedeutung der Markteintrittsformen seit Einstieg

Die Betrachtung der bivariaten Pearson-Korrelationskoeffizienten zeigt, dass es sich bei den alternativen Markteintrittsformen, wie zu erwarten, um wenig korrelierte Konstrukte handelt. Alleine die beiden Alternativen 100% Tochtergesellschaft und Vertriebsniederlassung korrelieren signifikant auf einem Niveau von 0,0536. Wie zu erwarten besteht darüber hinaus zwischen Vertriebsniederlassungen und Exporttätigkeit ein positiver Zusammenhang, während Exportaktivität und 100-prozentige Tochtergesellschaften einen negativen bivariaten Korrelationskoeffizienten aufweisen. Die Ergebnisse sind dahingehend zu interpretieren, dass die Unternehmen entweder Exportstrategien im Zusammenspiel mit lo-

959 Alle Mittelwertunterschiede bleiben auch nach Bereinigung um den kumulierten Alphafehler signifikant (alle P-Werte belaufen sich auf 0,000).

960 Alle Mittelwertunterschiede bleiben auch nach Bereinigung um den kumulierten Alphafehler signifikant (alle P-Werte belaufen sich auf 0,000).

kalen Vertriebsniederlassungen wählen, oder aber die Errichtung von Tochtergesellschaften vorsehen.

Zusammenfassende Betrachtung der allgemeinen Fragen:

Insgesamt liefert der allgemeine Teil der subjektiven Untersuchung ein eindeutiges Bild. Die Befragten attestieren den PE-Investoren einen positiven Beitrag zum Wachstum und zur Internationalisierung und bestätigen strategische Veränderungen nach Eintritt des Investors. In Bezug auf die konkreten vom PE-Investor bereitgestellten Ressourcen und *Know-How* besteht aber eine starke Uneinigkeit, was auf Unterschiede zwischen den Investoren hindeutet.

5.3.2. Subjektive Ergebnisse zum Wirkungsmodell

In weiterer Folge soll in den Unterkapiteln 5.3.2.1 bis 5.3.2.4 das in Unterkapitel 4.3 hergeleitete Wirkungsmodell von PE getestet werden. Schrittweise wird auf die subjektiven Einschätzungen der PU-Manager/innen hinsichtlich der

- Finanzierungsfunktion (Unterkapitel 5.3.2.1),
- Vertraglichen *Governance* (Unterkapitel 5.3.2.2),
- *Monitoring* (Unterkapitel 5.3.2.3) sowie der
- *Value-Added-Services* (Unterkapitel 5.3.2.4) eingegangen.

Abschließend werden die Ergebnisse der einzelnen Wirkungskomponenten in Unterkapitel 5.3.2.5 zusammengefasst.

Gemäß der Argumentation, dass es sich bei Unternehmensinternationalisierung um eine Sonderform des Unternehmenswachstums handelt, bei welcher besonderer Bedarf nach Unterstützungsleistungen seitens des Investors bestehen könnte, werden die Ergebnisse zu gewöhnlichem Wachstum und Unternehmensinternationalisierung gesondert dargestellt. Ziel ist es – im Sinne einer qualitativen Forschung – mehr Einblicke in die konkreten Wirkungsbeziehungen und Instrumente der Einflussnahme zu gewinnen. Die relativ geringe Anzahl an Beobachtungen bei

gleichzeitig hoher Komplexität des Wirkungsmodells erlaubt zum derzeitigen Zeitpunkt leider keine konfirmatorische Untersuchung.⁹⁶¹

5.3.2.1. Finanzierungsfunktion

Um das theoretisch hergeleitete Wirkungsmodell zu testen, wurden die einzelnen unterstellten Wirkungskanäle individuell sowohl in Bezug auf ihre Wachstumswirkung als auch auf ihre Wirkung auf die Unternehmensinternationalisierung abgefragt. Abbildung 76 zeigt die Einschätzung der Befragten zu den Hypothesen 1a bis 1d. Hypothesen zu gewöhnlichem Wachstum sind hierbei dunkelgrau und zu Unternehmensinternationalisierung hellgrau markiert.

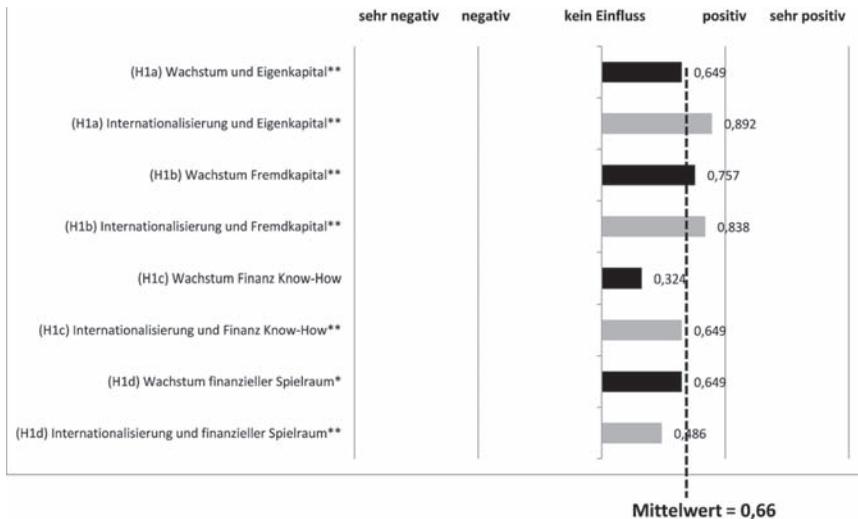


Abbildung 76: Finanzierungsfunktion Wachstum und Internationalisierung

Von Interesse für die Beurteilung des Modells sind aber darüber hinaus die bivariaten Korrelationen zwischen den einzelnen unterstellten Wirkungshypothesen.⁹⁶² Alle Einschätzungen, bis auf die Wachstumswir-

961 Besonders geeignet zur Überprüfung und Verbesserung des Modells wären hierbei konfirmatorische Faktorenanalysen und Strukturgleichungsmodelle.

962 In weiterer Folge soll daher immer, wenn ein bivariater Pearson Korrelationskoeffizient von $> 0,5$ auftritt, auf die Implikationen für das Modell eingegangen werden. Der Wert 0.5 beruht auf der Einschätzung von Bortz und Döring (2006)

kung durch das vom PE eingebrachte Finanzierungs-*Know-How*, sind signifikant von 0 unterschiedlich, wie ein T-Test bestätigt.⁹⁶³ Betrachtet man die arithmetischen Mittelwerte der einzelnen Maßnahmen, ergibt sich daraus eine Einschätzung der Finanzierungsfunktion als Globalindikator.⁹⁶⁴ Auch bei einer Korrektur des Alphaniveaus um die insgesamt 28 Elemente des Wirkungsmodells bleiben die Hypothesen 1a und 1b für Wachstum und Internationalisierung und die Hypothesen 1c und 1d für die Wirkung auf die Internationalisierung signifikant positiv.⁹⁶⁵

Vergleicht man den arithmetischen Mittelwert jener Items, welche die Auswirkungen auf das Wachstum behandeln, mit jenen, die Internationalisierung abfragen, so ergibt sich eine relativ geringe Differenz von 0,13 zu Gunsten der positiven Auswirkungen auf die Internationalisierung. Der arithmetische Mittelwert der wachstumsbezogenen Items liegt bei 0,59 und der Mittelwert der internationalisierungsbezogenen Items liegt bei 0,72. Es bestehen geringfügige Unterschiede in Bezug auf die beiden Wirkungskonstrukte.

Betrachtet man die unterschiedlichen Wirkungskanäle, besteht nur zwischen H1b und H1d eine höhere Korrelation (0,467). Dies deutet darauf hin, dass es sich bei zusätzlicher Fremdfinanzierungskraft (H1b) und dem höheren finanziellen Spielraum (H1d) um – zumindest in der Wahrnehmung der befragten PU – ähnliche Konstrukte handelt.

Die höchste Zustimmung finden mit 0,892 und 0,838 die positiven Auswirkungen auf die Internationalisierung des Unternehmens durch die verbesserten Möglichkeiten, weiteres Eigen- und Fremdkapital bereitzu-

S.606, die ab diesem Wert von einer sehr hohen Korrelation sprechen. Eine idente Vorgehensweise ist auch in Gietl et al. (2008) S.35 zu finden. Wichtig ist anzumerken, dass eine hohe bivariate Korrelation kein Nachweis eines Kausalzusammenhangs ist, sondern ausschließlich „ auf eine hohe Wahrscheinlichkeit einer stochastischen Abhängigkeit“ hindeutet. Büning und Trenkler (1978) S.218.

963 Auch nach einer Korrektur des Alphafehlers um die 26 in dem Modell abgefragten Wirkungsmechanismen bleiben alle Mittelwertunterschiede signifikant (die P-Werte liegen alle zwischen 0,000 und 0,002).

964 vgl. Gietl et al. (2008) S.37.

965 Hier ist anzumerken, dass streng genommen keine Korrektur notwendig wäre, da jeder der 28 Tests in dem Modell eine eigenständige Hypothese darstellt. Da jedoch schlussendlich eine Gesamtbeurteilung des Modells erfolgen soll, wird dennoch eine mögliche Alphafehler-Kumulierung zwischen den Hypothesen berücksichtigt.

stellen (H1a und H1b). Ein weitaus weniger gutes Zeugnis wird dem vom PE-Investor eingebrachten Finanzierungs-*Know-How* eingeräumt (H1c). Dieses ist in Bezug auf seine Wachstumswirkung nicht signifikant. In Bezug auf Internationalisierung schätzen die befragten PU das Finanzierungs-*Know-How* etwas positiver ein. Relativ gering fällt auch die absolute Zustimmung der PU in Bezug auf die Erweiterung des unternehmerischen und finanziellen Spielraumes (H1d) aus, die Ergebnisse sind aber dennoch signifikant positiv.

Als zweite Wirkungsebene wurde im Modell die durch den PE vertraglich festgesetzte *Governance*-Struktur identifiziert.

5.3.2.2. Vertragliche *Governance*

Wie Abbildung 77 zeigt, besteht überraschenderweise so gut wie keine Zustimmung zu den positiven Auswirkungen der finanziellen Anreize (H2a) und der Kontroll- und Interventionsrechte (H2b) auf das Wachstum und die Internationalisierung.⁹⁶⁶ Dies ist insbesondere vor dem Hintergrund der Dominanz der *Agency*-theoretischen Überlegungen in der zeitgenössischen *PE-Impact*-Forschung verwunderlich.

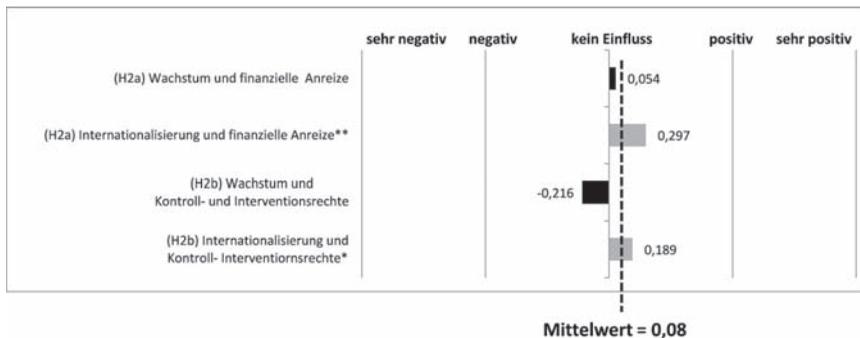


Abbildung 77: *Governance* Auswirkungen auf Wachstum und Internationalisierung

Der niedrige Wert bedeutet aber noch nicht, dass österreichische PE-Investoren derartige Instrumente nicht nutzen, oder dass diese zur Förderung des Wachstums und der Internationalisierung nicht geeignet

⁹⁶⁶ Der Mittelwert der wachstumsbezogenen Items liegt bei 0,08 und der Mittelwert der internationalisierungsbezogenen Items liegt bei 0,24.

sind. Landau (2010) befragt in seiner Erhebung die PU nicht nach den Auswirkungen, sondern nach der relativen Häufigkeit konkreter Einflussnahmen und zeigt, dass Maßnahmen im Bereich *Governance* die häufigsten Formen der Einflussnahme von PE-Investoren darstellen⁹⁶⁷. Führt man diese beiden Erkenntnisse zusammen, könnte dies bedeuten, dass zwar eine Einflussnahme stattfindet, diese aber in der Wahrnehmung der Befragten keinen direkten Einfluss auf Wachstum und Internationalisierung aufweist.⁹⁶⁸

Auffallend an Hypothese 2b ist die große Differenz zwischen der als negativ empfundenen Wirkung auf Wachstum und der als positiv empfundenen Wirkung auf Internationalisierung.⁹⁶⁹ Um diesen Unterschied auf Signifikanz zu prüfen, wird ein Chi-Quadrat-Test (χ^2) auf Unabhängigkeit vorgenommen.⁹⁷⁰ Hierzu werden die Antworten in die drei Kategorien „positiver Einfluss“, „kein Einfluss“ und „negativer Einfluss“ transformiert. Die Hypothese der Abhängigkeit wird hierbei bei einem ausreichend großen χ^2 verworfen⁹⁷¹ und würde den Schluss zulassen, dass die beiden gemessenen Auswirkungen unabhängig voneinander sind, bzw. dass kein systematischer Zusammenhang zwischen den betrachteten Wirkungshypothesen besteht. Im vorliegenden Fall kann diese Hypothese allerdings nicht verworfen werden ($\chi^2=4,4026$). Es scheint sich in der Wahrnehmung der Antwortenden nicht um zwei von einander trennbare Wirkungsebenen zu handeln.

Die dritte Wirkungsebene stellt das durch den PE-Investor praktizierte *Monitoring* während der Beteiligungsphase dar.

967 vgl. Landau (2010) S.264f.

968 Insgesamt verbleibt aber auch nach Korrektur des Alphafehlers ein signifikant positiver Effekt ($p=0,001$) der finanziellen Anreize auf die Internationalisierung (Hypothese 2a). Hypothese 2b verliert jedoch ihre Signifikanz ($P=0,033$). Darüber hinaus bestehen zwischen den beiden Hypothesen hohe bivariate Korrelationen (Pearson = 0,610), wodurch eine eindeutige Abgrenzbarkeit der Wirkungskanäle nicht gegeben ist.

969 Auch die bivariate Korrelation der beiden Variablen ist im Vergleich zu den anderen bivariaten Korrelationen relativ gering (Pearson = 0,371).

970 Der Chi-Quadrat-Test stellt die am weitesten verbreitete Methode zum Test auf Abhängigkeit zweier Merkmale dar. Vgl. Büning und Trenkler (1978) S.220.

971 Bei einem Testniveau von $\alpha = 0,05$ liegt der Testwert bei $\chi^2 = 15,51$. Vgl. Büning und Trenkler (1978) S.221.

5.3.2.3. Monitoring

Analog zur vertraglichen *Governance* herrscht mit einem Mittelwert von 0,39 auch in Bezug auf die Auswirkungen des *Monitorings* nur eine sehr geringe Zustimmung unter den befragten PU-Manager/innen. Wie Abbildung 78 zeigt, ist mit 0,55 die Auswirkung auf Internationalisierung sehr gering positiv, aber noch statistisch signifikant.⁹⁷² Auf das Wachstum scheint mit einem mittleren Wert von 0,3105 keine positive Einschätzung vorzuliegen.⁹⁷³

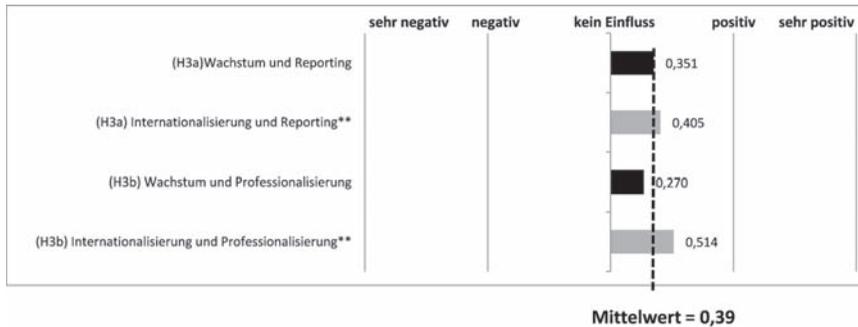


Abbildung 78: Monitoring und Auswirkungen auf Wachstum und Internationalisierung

Ein Blick auf die bivariaten Korrelationen der einzelnen Variablen bestätigt, dass die beiden Wirkungskanäle, wie erwartet, hoch korrelieren. Dieses Ergebnis ist nicht weiter überraschend, bedenkt man die faktische Nähe der abgefragten Items.

Ein Grund für die geringe Zustimmung könnte in der spezifischen Zusammensetzung des *Samples* liegen. Es könnte zutreffen, dass PU in späteren Phasen der Unternehmensentwicklung bereits über ein sehr professionelles Reporting (H3a) verfügen, wodurch der Professionalisierungseffekt (H3b) nicht auftritt. Andererseits kann der Grund, wie bereits im Fall der vertraglichen *Governance* beschrieben, auch in der Wahrnehmung der befragten Personen liegen.

972 Beide Internationalisierungshypothesen bleiben auch nach Korrektur des Alphafehlers signifikant ($p=0,000$).

973 Die Gesamteinschätzungen zum Monitoring decken sich weitgehend mit den Ergebnissen von Lockett et al. (2008) S.54.

Die vierte und letzte Wirkungsebene im untersuchten Modell bildet das Segment der *Value-Added-Services* des PE-Investors.

5.3.2.4. Value-Added-Services

Ein Blick auf Abbildung 79 zeigt sofort die Heterogenität der Einschätzung in Bezug auf die einzelnen abgefragten *Value-Added-Services*. Während im Mittel mit einem Wert von 0,03 keinerlei Wertbeitrag attestiert wird, weisen einzelne Items hoch signifikante positive und negative Werte auf. Betrachtet man die wachstumsbezogenen Items isoliert, ergibt sich ein leicht negativer, aber nicht signifikanter Einfluss von -0,24. Die internationalisierungsbezogenen Items liefern ein fast identes (0,29), aber positives und ebenso wenig signifikantes Ergebnis.

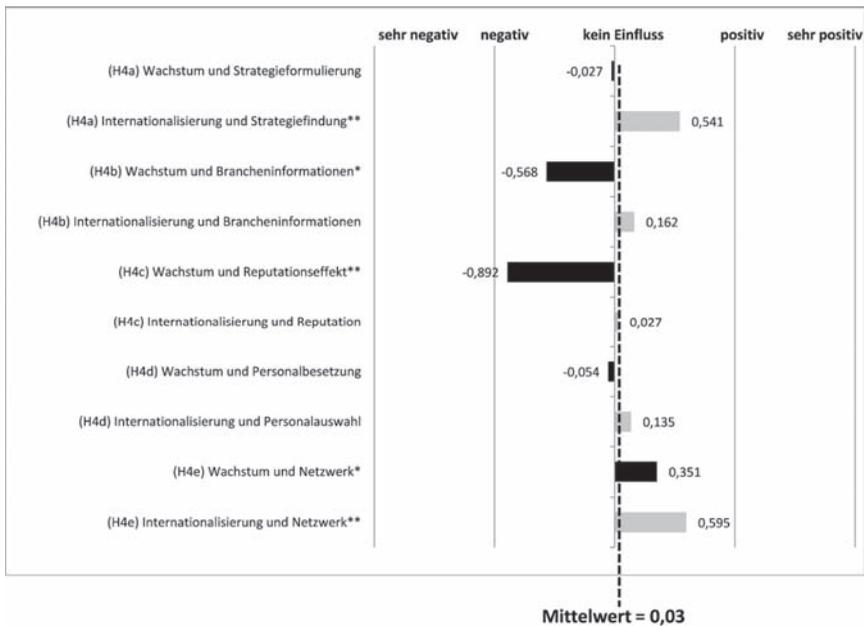


Abbildung 79: *Value-Added-Services* Wachstum und Internationalisierung

Betrachtet man die unterschiedlichen Items im Detail, so ergibt sich ein überaus differenziertes Bild. Während dem Beitrag des Investors zur Formulierung einer Wachstumsstrategie (H4a) kein Beitrag (-0,027) zugemessen wird, scheint dieses *Value-Added-Service* umso gefragt, wenn

es sich um die Formulierung einer Internationalisierungsstrategie handelt (0,541).⁹⁷⁴ Der vorhin beschriebene Chi-Quadrat-Test zur Probe auf Unabhängigkeit liefert ein hoch signifikantes Ergebnis.⁹⁷⁵ Es hat somit den Anschein, dass Spätphasenunternehmen, die bereits über eine erfolgreiche Strategie verfügen, die Einflussnahme des PE-Investors als negativ empfinden, aber beim Schritt in neue Märkte sehr wohl dem Beitrag des PE-Investors einen positiven Wert beimessen.⁹⁷⁶

Ein ähnliches, sogar noch deutlicheres Bild ergibt sich in Bezug auf den empfundenen Nutzen des vom PE-Investor bereitgestellten Branchen-*Know-How* (H4b). Während dieses in Bezug auf den Wachstumsbeitrag als signifikant negativ (-0,568) eingeschätzt wird,⁹⁷⁷ ergibt sich für den Beitrag zur Internationalisierung ein überwiegend neutrales Ergebnis.⁹⁷⁸

Den höchsten Wert liefert mit -0,892 der Reputationseffekt auf das Wachstum der PU (H4c).⁹⁷⁹ Hierbei steht das Ergebnis in starkem Widerspruch zu bisherigen Ergebnissen, insbesondere der angloamerikanischen Forschung.⁹⁸⁰ Auch der Chi-Quadrat-Test liefert starke Anzeichen, dass es sich bei den beiden Hypothesen zu Wachstum und Internationalisierung tatsächlich um unterschiedliche Wirkungskonstrukte han-

974 Der signifikante Unterschied bleibt auch nach Korrektur um Alphafehler-Kumulierung bestehen ($p=0,000$).

975 Der χ^2 -Wert liegt bei 18,186 und der P-Wert liegt unter einem Testniveau von $\alpha > 0,001$ ($P=0,000$). Es kann demnach davon ausgegangen werden, dass tatsächlich eine unterschiedliche Beurteilung des Wertbeitrages des PE-Investors zu Wachstum und Internationalisierung vorliegt.

976 Auffallend ist, dass die bivariate Korrelation zwischen den beiden Wirkungstypen dennoch sehr hoch ausfällt (Pearson = 0,698).

977 Einer Korrektur um die Alphafehler-Kumulierung hält die Signifikanz ($p=0,003$) allerdings knapp nicht stand.

978 Der vorhin beschriebene Chi-Quadrat Test liefert für Hypothese 4b allerdings kein eindeutig signifikantes Ergebnis. Der P-Wert liegt bei 0,064 und somit nicht unter einem Testniveau von $\alpha > 0,05$. Der χ^2 -Wert liegt mit 8,887 nicht über dem kritischen Testwert. Die sehr geringe bivariate Korrelation der beiden Wirkungsbeziehungen (Pearson=0,329) könnte aber dennoch auf einen systematischen Unterschied hindeuten.

979 Der negative Reputationseffekt (H4c) auf das „gewöhnliche“ Unternehmenswachstum bleibt auch nach Korrektur um den Alphafehler bei multiplen Tests signifikant negativ ($p=0,000$).

980 vgl. Barry et al. (1990), Megginson und Weiss (1991), Hsu (2004) und Puri und Zarutskie (2008).

delt.⁹⁸¹ Während die Reputation des Investors im Rahmen der Internationalisierung positiv beurteilt wird, scheint im Heimatmarkt ein negativer Reputationseffekt zu überwiegen.

Hierfür dürften nach Meinung des Autors drei Gründe ausschlaggebend sein:

- Erstens untersuchen bisherige Studien überwiegend den US-amerikanischen PE Markt, der im Gegensatz zum europäischen Markt von einer stark positiven öffentlichen Meinung geprägt ist.
- Zweitens beziehen sich die meisten Studien auf einen Zertifizierungseffekt im Rahmen des Börsenganges. Das relevante Zielpublikum entspricht daher in Bezug auf seine Bedürfnisse und Erwartungen nicht den hier untersuchten Kunden.
- Drittens untersuchen die meisten Studien die Reputationswirkung im Rahmen des IPO, wodurch ein *Bias* hin zu erfolgreichen PU verursacht wird.

In dem hier untersuchten *Sample* österreichischer Spätphasen-PU scheint ein negativer Reputationseffekt zu überwiegen.⁹⁸² In Kombination mit den bisher überwiegend positiven Ergebnissen stellt sich daher die Frage, ob das schlechte öffentliche Bild von PE-Investoren der Realität entspricht.

In Bezug auf den Wertbeitrag des Investors bei der Personalauswahl (H4d) finden sich keine signifikanten Ergebnisse.⁹⁸³ Im Gegensatz dazu scheint die Einschätzung des Wertbeitrags des PE-Investors in Bezug auf Kontakte (H4e) wieder einheitlich positiv zu sein. Auch hier schätzen die befragten PU den Internationalisierungsbeitrag (0,595) höher ein als den Wachstumsbeitrag (0,351). Auch dieser Unterschied scheint auf das be-

981 Der χ^2 -Wert nach Pearson liegt mit 12,716 knapp unter dem Testwert, ist aber mit einem P-Wert von 0,013 auf einem Testniveau von $\alpha < 0,05$ signifikant.

982 Ein Familienunternehmen sprach telefonisch explizit von einem negativen Reputationseffekt durch den Einstieg des PE-Investors auf die traditionsbewussten Kunden.

983 Der Chi-Quadrat-Test fällt abermals nicht hoch genug ($\chi^2=10,649$), aber noch statistisch signifikant aus ($p=0,031$). Auffallend ist allerdings die hohe bivariate Korrelation (Pearson = .0739) mit Hypothese H4a (Internationalisierungsstrategie). Auch nach eingehender Analyse der Daten kann der Autor hierfür keine sinnvolle Erklärung finden.

reits vorhandene Netzwerk (H4d) in bestehenden Märkten zurückzuführen zu sein und unterstreicht die ungleich wichtigere Rolle des PE-Investors im Zuge der Unternehmensinternationalisierung als speziellen Fall des Unternehmenswachstums.⁹⁸⁴

5.3.2.5. Verdichtende Betrachtung des gesamten Wirkungsmodells

Gesamtvergleich der Wirkungskomponenten:

Abbildung 80 zeigt das in Unterkapitel 4.3 hergeleitete Wirkungsmodell und die arithmetischen Mittelwerte der subjektiven Einschätzung der PU Vertreter/innen bezüglich der Intensität und Auswirkungen der Einflussnahme auf Wachstum und Internationalisierung. Jene Werte, welche dem T-Test zufolge signifikant von Null („kein Einfluss“) unterschiedlich sind, wurden fett dargestellt.⁹⁸⁵

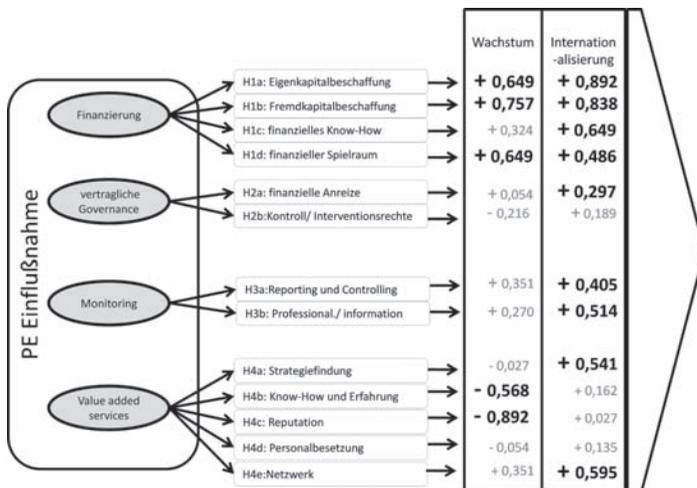


Abbildung 80: Zusammenfassende Darstellung des Wirkungsmodells

984 Korrigiert man um die Kumulierung des Alphafehlers, verbleibt nur die Internationalisierungswirkung signifikant ($p=0,000$) positiv.

985 Angesichts der verwirrenden Darstellungsform ist anzumerken, dass es sich bei der Analyse nicht um ein Strukturgleichungsmodell handelt. Ein derartiges Modell, wie es auch Gietl (2010) anwendet, wäre zwar wünschenswert, ist aber aufgrund der geringen absoluten Rücklaufquote nicht möglich.

Den auffälligsten Aspekt liefert der Gesamtvergleich der vier unterstellten Wirkungskanäle. Hierbei dominiert unter den befragten PU eindeutig der Finanzierungsaspekt von PE.⁹⁸⁶ Andere Komponenten entfalten nach Einschätzung der PU-Manager überwiegend im internationalen Kontext ihre Wirkung und sind im nationalen Kontext bestenfalls wirkungslos. Insgesamt bestätigen diese ersten Einschätzungen der PU-Manager/innen die in Unterkapitel 4.3.2.2 getätigten Überlegungen hinsichtlich der besonderen Rolle von PE im Rahmen der Unternehmensinternationalisierung.

Die Finanzierungsfunktion des PE-Investors:

Der PE-Investor stellt eine Quelle für risikotragfähiges Kapital und Finanzierungs-*Know-How* dar. Er eröffnet aber auch neue Kapitalquellen für Fremd- und Eigenkapitalfinanzierungen. Gemäß der theoretischen Überlegungen scheinen diese im internationalen Geschäft eine geringfügig höhere Bedeutung aufzuweisen, als in Bezug auf „gewöhnliches“ heimisches Wachstum in bestehenden Märkten. Ein Unternehmen nannte explizit die finanzielle Flexibilität und die daraus resultierende Ermöglichung einer aggressiveren Wachstumsstrategie als wichtigsten Beitrag des PE-Investors. Ein anderes Unternehmen fügte hinzu, dass insbesondere im internationalen Projektgeschäft die Eigenkapitalausstattung ein wesentliches Kriterium in der Projektakquisition darstellt. Das Eigenkapital gilt hierbei als Indikator für die Krisenresistenz des Unternehmens und bei langfristigen Geschäften somit als Risikoindikator. Eine Überprüfung der tatsächlichen Krisenresistenz der PE-finanzierten Unternehmen kann aber im Rahmen dieser Analyse nicht erfolgen.⁹⁸⁷

Die Governance-Funktion des PE-Investors:

Die vom PE-Investor implementierte *Governance* scheint allerdings nur einen geringen oder sogar negativen Effekt aufzuweisen. Dieses Ergebnis steht nur auf den ersten Blick im Konflikt mit den Ergebnissen von Gietl et al. (2008), die für die getroffenen *Governance*-Maßnahmen durch den PE-Investor die stärkste subjektive Einschätzung durch die PU fin-

986 Zu diesem Schluss kommen auch Gietl et al. (2008) S.39 in ihrer Befragung.

987 Ein Unternehmen gab aber explizit an, dass die Beteiligung des PE-Investors das Überleben des PU in einer Krise sicherte.

den⁹⁸⁸. Der Grund hierfür liegt in der teilweise abweichenden Definition und Zuordnung der Einzelmaßnahmen zu den Wirkungskanälen. So beinhaltet *Governance* in dem Modell von Gietl et al. (2008) sehr starke Interaktions- und Verhaltenskomponenten,⁹⁸⁹ während es in der vorliegenden Studie viel enger als vertragliches Rahmenkonstrukt angesehen wird. Außerdem beziehen sich die von Gietl et al. (2008) unter dem Begriff „*Finanzmanagement*“ zusammengefassten Einzelmaßnahmen explizit auf das vom PE-Investor eingebrachte *Know-How*, während die Finanzierungsfunktion im engeren Sinne, also die Kapitalüberlassung, nicht einbezogen wird⁹⁹⁰.

Um die Ursachen für die geringe Wertschätzung des Wertbeitrages durch *Governance*-Strukturen weiter zu interpretieren, müsste die *Governance*-Situation des PU vor Einstieg des PE-Investors bekannt sein. Eine weitere Erklärung für dieses Ergebnis könnte auch sein, dass *Governance* zwar eine Rolle spielt, diese aber aufgrund ihrer latenten Wirkung in der Wahrnehmung (*Mindset*) der Befragten aber keine direkte Wachstums- oder Internationalisierungswirkung aufweist.⁹⁹¹

Die Monitoring-Funktion des PE-Investors:

Angesichts der oft geäußerten Kritik, dass PE-Investoren ihre PU mit übermäßigen Reporting- und *Controlling*-Maßnahmen lähmen,⁹⁹² ist das durchwegs positive Ergebnis zu den vom PE durchgeführten *Monitoring*-Maßnahmen überraschend. Insbesondere in der Internationalisierung scheint der PE-Investor durchaus einen positiven Wertbeitrag zu liefern. Dieser Professionalisierungseffekt wurde auch von zwei der befragten PUs explizit unterstrichen. Interessanterweise betonten beide PU die po-

988 vgl. Gietl et al. (2008) S.56.

989 Unter den von Gietl et al. (2008) S.36 zusammengefassten Einzelmaßnahmen ist beispielsweise „*interact differently with top management than the former owner/parent*“ jene Maßnahme, der die höchste Intensität beigemessen wird. In der vorliegenden Studie wird dieser Aspekt aber gar nicht als ein PE-spezifischer *Governance* Beitrag gewertet.

990 vgl. Gietl et al. (2008) S.36.

991 Für diese Erklärung spricht die Tatsache, dass zwei Unternehmen im Fragebogen explizit anmerkten, dass sie keinen direkten Zusammenhang zwischen PE-Investor und Internationalisierung sehen.

992 vgl. Ehrlich et al. (1994) S.68f, Hofer (2005) S.96ff und Kranz (2008) S.132ff. Drei PU beklagten in Anmerkungen zum Fragebogen die hohen Reportinganforderungen und die Belastung der operativen Ressourcen hierdurch.

sitive Wirkung auf den Aufsichtsrat bzw. die Gesellschafter des Unternehmens und merkten an, dass das operative Management bereits ausreichend professionell arbeitet.

Die Value-Added-Services des PE-Investors:

Sehr überraschend sind auch die Ergebnisse zu den von PE-Vertreter/innen oft versprochenen *Value-Added-Services*. Den befragten PU zufolge liefern die Mehrzahl der Investoren hierbei außer gelegentlichen Netzwerkkontakten keinerlei Wachstumsimpulse. Insbesondere der signifikant negative Beitrag von Branchen-*Know-How* und von Reputationseffekten bedürfte einer genaueren Betrachtung. Es scheint, als können die untersuchten PE-Investoren auf bestehenden Märkten keine wertvollen Erfahrungen bzw. branchenspezifisches *Know-How* einbringen, da das PU selbst über ausreichende Expertise verfügt. Beim Schritt in neue Märkte kann der PE-Investor aber Erfahrungen einbringen und liefert einen geringen, aber positiven Mehrwert. Es ist wichtig anzumerken, dass der österreichische PE-Markt relativ klein und somit in Bezug auf die dort tätigen PE-Investoren noch relativ undifferenziert ist. Dementsprechend weisen die hiesigen PE-Investoren noch einen relativ geringen Spezialisierungsgrad auf. Es ist daher durchaus möglich, dass in anderen Märkten mit hochspezialisierten PE-Gebern ein positiver Beitrag in Bezug auf Branchen-*Know-How* überwiegt.⁹⁹³

Überraschend ist auch der signifikant negative Reputationswert des PE-Investors, insbesondere in Hinblick darauf, dass in Bezug auf Finanzierung ein positiver Zertifizierungseffekt attestiert wurde. Eine Erklärung hierfür lieferte eine Anmerkung eines Maschinenbauunternehmens, welches berichtete, dass einige *Stakeholder* (insb. Kunden) den „*Schritt vom Familienunternehmen zum Finanzinvestor*“ negativ wahrgenommen hatten. Diese Einschätzung deckt sich mit den zahlreichen Berichten der negativen öffentlichen Meinung gegenüber⁹⁹⁴ PE und illustriert den schon ein-

993 Tatsächlich merkte ein Unternehmen, welches dem PE-Investor eine geringe Branchenkenntnis attestierte an, dass spezialisierte PE-Investoren mehr Branchen-*Know-How* bereitstellen können als nicht spezialisierte Fonds.

994 vgl. Schwarz (2005) S.13, und Martens (2008). Achleitner et al. (2009a) S.18 zeigen in einer umfassenden Studie, dass PE-Investoren nicht ausschließlich nach Möglichkeiten für einen Werttransfer des derzeitigen Eigentümers suchen, sondern vielmehr Governance-Verbesserungspotential antizipieren.

gangs erwähnten Aufklärungsbedarf. Dieser Umstand würde auch eine Erklärung für den immer noch positiven Reputationswert beim Eintritt in neue Märkte erklären, da hierbei keine bestehenden, sondern neue Kunden angesprochen werden, deren Beziehung nicht durch die vormalig familiäre Struktur beeinflusst wird. Außerdem erscheint es nachvollziehbar, dass die internationale Geschäftstätigkeit in geringerem Ausmaß von emotionalen Attributen wie Familienbesitz geprägt ist als regional und kulturell nahegelegene Geschäftsbeziehungen.

Den einzigen positiven Mehrwert für die befragten PU liefert das Netzwerk des PE-Investors. Auch hier scheint der Wert der Netzwerkkontakte im Falle der Internationalisierung ungleich höher zu sein als in bestehenden, etablierten Märkten.⁹⁹⁵

Betrachtung der Wirkungskonstrukte Wachstum und Internationalisierung:

Betrachtet man die Intensität aller Wirkungskanäle hinsichtlich ihrer Wirkung auf Wachstum oder Internationalisierung, so erscheint die Forschungsfrage durchaus gerechtfertigt. Neun der dreizehn Wirkungszusammenhänge sind signifikant und positiv im Rahmen der Unternehmensinternationalisierung. Demgegenüber stehen nur drei signifikant positive und zwei signifikant negative Wertbeiträge im Kontext des „herkömmlichen“ Wachstums am etablierten Heimatmarkt. PE scheint, den empirischen Befunden entsprechend, einen besonderen Wertbeitrag in der Internationalisierung zu leisten.

Anmerkungen zu den Limitationen des Modells:

Eine letzte Anmerkung gilt der Modellqualität insgesamt. Diese ist durch den geringen absoluten Rücklauf nicht messbar und sollte Gegenstand weiterer Forschungsarbeiten sein. Die hohen bivariaten Korrelationen zwischen den jeweiligen Einschätzungen der Auswirkungen auf Wachstum und Internationalisierung bei gleichzeitig geringen Korrelationen zwischen den unterschiedlichen Wirkungskanälen bzw. Hypothesen sind aber ein erstes Indiz für ein praktikables Modell. Verbesserungsbe-

995 Ein Unternehmen unterstrich die durch den PE-Investor eingebrachten Kundenkontakte als positiven Wertbeitrag auch in einer Anmerkung.

darf bzw. weiterer Forschungsbedarf in Bezug auf Operationalisierung und Differenzierung scheint insbesondere noch in den beiden Bereichen *Governance* und *Monitoring* gegeben.

Nach dieser ersten explorativen Annäherung an die konkreten Wirkungsmechanismen im Hintergrund der Investor-PU Beziehung soll nun im folgenden Unterkapitel 5.3.3 versucht werden Determinanten der Wirkungsbeziehung zu identifizieren um so mehr über den situativen Kontext der Ursache-Wirkungskomponenten zu erfahren.

5.3.3. Determinanten der PE – PU Wirkungsbeziehung (*In-Sample-Analyse*)

Um die Determinanten der Investor-PU-Beziehung zu analysieren, stehen mehrere Ansätze offen. In einem ersten Schritt sollen in Unterkapitel 5.3.3.1 die Angaben der antwortenden PU herangezogen werden, um eine gegenüberstellende Analyse „*subjektiv erfolgreicher*“ und „*subjektiv erfolgloser*“ PU vorzunehmen. In einem zweiten Schritt wird in Unterkapitel 5.3.3.2 auf die Sekundärdaten zurückgegriffen, um mit Hilfe von *In-Sample*-Regressionsmodellen Aussagen über die Signifikanz unterschiedlicher Wirkungsdeterminanten innerhalb des *Samples* PE-finanzierter PU machen zu können.

5.3.3.1. Gegenüberstellende Analyse subjektiver Performanceklassen

Konzeptionelle Vorgehensweise:

Ziel dieser Analyse ist es, systematische Unterschiede zwischen erfolgreichen PU (*High Performer*) und weniger erfolgreichen PU (*Low Performer*) in Bezug auf die Einflussnahme des Investors aufzudecken.⁹⁹⁶ Um die Analyse durchzuführen, wird das *Sample* der 37 erhaltenen Fragebögen in zwei Untersuchungsgruppen unterteilt. Als Differenzierungskriterium wird der Mittelwert der subjektiv empfundenen Performance bezüglich Umsatz, EBIT, Exportquote und Beschäftigung herangezogen.

⁹⁹⁶ Es muss an dieser Stelle noch einmal explizit darauf hingewiesen werden, dass es sich um subjektiv empfundene Performance handelt, welche nicht zwingendermaßen mit der tatsächlichen Performance des Unternehmens übereinstimmt. Außerdem können unterschiedliche PU-Manager/innen je nach Anspruchsniveau dieselbe Performance unterschiedlich beurteilen.

Insgesamt 17 Unternehmen gaben an, diese Performancekennzahlen hatten sich seit Einstieg des PE-Investors „erhöht“ oder „stark erhöht“.⁹⁹⁷ Als Vergleichsgruppe werden jene 18 PU herangezogen, welche die geringste subjektive Einschätzung ihrer eigenen Performance attestierten.⁹⁹⁸ Aus Gründen der Lesbarkeit werden im Folgenden nur markante Unterschiede näher diskutiert.

Subjektive Auswirkungen des PE-Investors auf die Internationalisierung:

Wenig überraschend, dass *High Performer*-PU auch den Wertbeitrag des PE-Investors in allen Bereichen höher einschätzen, wie in Abbildung 81 gezeigt. Einerseits kann die hoch signifikante⁹⁹⁹ Differenz als subjektive Bestätigung der *Value Added*-Hypothese angesehen werden. Andererseits zeigt diese Beobachtung, dass bezüglich des konkret geleisteten *Value Added* eine starke Differenzierung zwischen den PE-Investoren zu bestehen scheint.

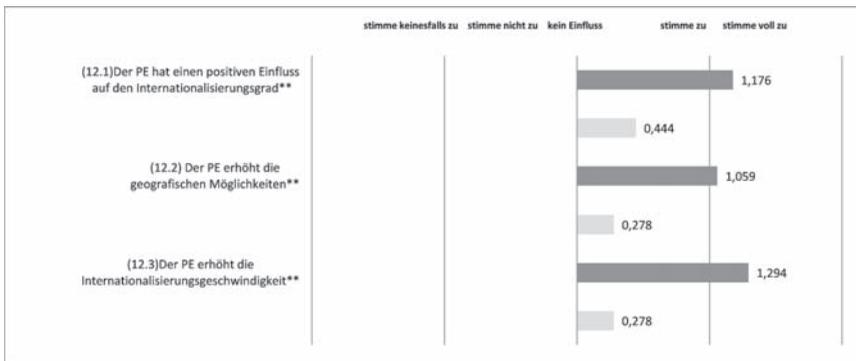


Abbildung 81: Auswirkungen auf Internationalisierung High vs. Low Performer

Die höchsten Differenzen bei der Einschätzung des Wertbeitrages finden sich bei dem Beitrag, den der PE-Investor zur Erhöhung der Internatio-

997 Dies entspricht auf der Item-Skala von -2 bis 2 einem Mittelwert >1.

998 Die Mittelwerte der Einschätzungen der PU bezüglich der unterschiedlichen Performancekennzahlen bewegen sich hierbei zwischen 0,8 und -0,43. 12 der 18 PU in der Vergleichsgruppe weisen insgesamt immer noch eine positive Gesamteinschätzung ihrer Performance auf.

999 Die Signifikanz ($p=0,000$) hält auch nach Berücksichtigung der Alphafehlerkumulierung bei multiplen T-Tests.

nalisierungsgeschwindigkeit leistet. Eine tiefere Interpretation dieses Ergebnis ist schwierig.¹⁰⁰⁰ Das Ergebnis zeigt aber, dass in positiv empfundenen PE-PU-Beziehungen dem Investor auch ein höherer Verdienst an der Internationalisierung des PU zugeschrieben wird.¹⁰⁰¹ Der Internationalisierungsbeitrag wird auch durch die Einschätzungen der strategischen Auswirkungen des PE-Investors unterstützt.

Strategische Ausrichtung des PU seit Einstieg des PE-Investors:

Abbildung 82 zeigt, dass *High Performer* auch von einer stärkeren Erhöhung der internationalen Ausrichtung seit Einstieg des PE-Investors berichten.

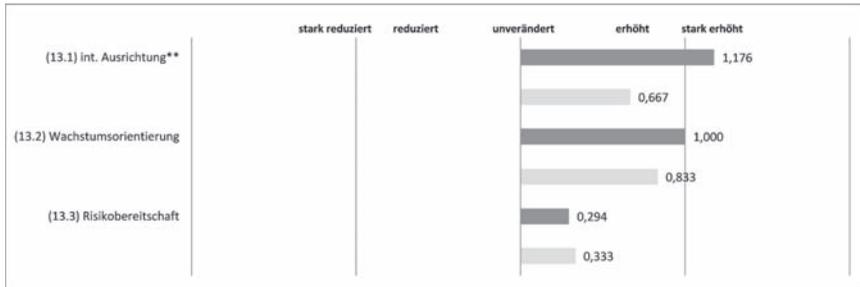


Abbildung 82: Strategische Veränderungen seit Einstieg Low vs. High Performer

In Bezug auf Wachstumsorientierung und Risikobereitschaft sind keine signifikanten Unterschiede zwischen *High* und *Low Performer* festzustellen. Die Ergebnisse lassen vermuten, dass zumindest ein Teil der empfundenen Performancesteigerungen auf den Wertbeitrag des PE-Investors zurückgeführt wird.

Unterschiede bezüglich der Wirkungskomponenten:

1000 Zum einen handelt es sich um eine subjektive Einschätzung des Wertbeitrages. Zum anderen ist anzunehmen, dass der Internationalisierungserfolg der PU vor Einstieg des PE-Investors die Einschätzung wahrscheinlich in hohem Ausmaß beeinflusst.

1001 Aussagen darüber, ob diese Investoren jedoch auch einen objektiv höheren Beitrag zur Internationalisierung leisten, und in welcher Form sie dies (Finanzierung, vertragliche Governance, Monitoring oder Value-Added-Services) tun, wären jedoch spekulativ.

Um Aufschlüsse darüber zu gewinnen, wie dieser Wertbeitrag des PE-Investors im konkreten Fall ausgestaltet sein kann, wird im Folgenden das der Arbeit zugrundegelegte Wirkungsmodell herangezogen.

Finanzierungsfunktion:

In Bezug auf den subjektiven Wertbeitrag des PE-Investors im Rahmen der Finanzierungsfunktion bestehen nur geringfügige Unterschiede zwischen *High Performer* und *Low Performer*.

Einzig der Finanzierungs-*Know-How*-Beitrag (H1c) des PE-Investors im Rahmen der Internationalisierung wird von *Low Performer* auf einem Testniveau von $\alpha < 0,1$ signifikant höher eingeschätzt.¹⁰⁰² Die Interpretation dieser Beobachtung ist schwierig. Eine Erklärung könnte sein, dass *High Performer* weniger Bedarf an Finanzierungs-*Know-How* im Rahmen der Internationalisierung haben. Aggregiert man die unterschiedlichen Wirkungskanäle zu einem Gesamtmaß der Finanzierungsfunktion und testet diese Einschätzung auf Mittelwertdifferenz, so liefert der T-Test kein signifikantes Ergebnis.

Vertragliche Governance:

Ein eindeutigeres Bild liefert die Betrachtung der vertraglichen *Governance* durch den PE-Investor in Abbildung 83. Während *High Performer* die Kontrolle und Intervention (H2b) durch den PE-Investor neutral bzw. leicht wachstumsfördernd beurteilen, so sehen *Low Performer* diese als Behinderung im Wachstumsprozess an.

1002 Die Signifikanz ($p = 0,064$) hält allerdings keiner Korrektur um die Alphafehler-Kumulierung stand, weshalb es sich bei der Beobachtung auch um einen Fehler 1. Art handeln kann. Dieser Fehler beschreibt die Gefahr, ungerechtfertigt die Alternativhypothese H1 anzunehmen bzw. die Nullhypothese (H0) zu verwerfen, obwohl diese zutrifft. Vgl. Büning und Trenkler (1978) S.32.

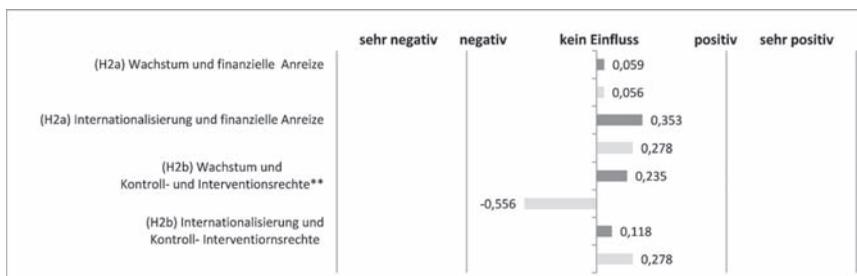


Abbildung 83: Vertragliche Governance bei High Performer und Low Performer

Der Unterschied ist hoch signifikant¹⁰⁰³ und kann auf zweierlei Weise erklärt werden. Einerseits kann das Ergebnis auf tatsächlich abweichendes Verhalten der PE-Investoren zurückzuführen sein. Es ist nachvollziehbar und entspricht bisherigen empirischen Studien, dass PE-Investoren ihr Beteiligungsmanagement situativ an das jeweilige PU anpassen.¹⁰⁰⁴ Demnach besteht bei PU, deren Performance hinter den Erwartungen zurück bleibt, eine höhere Gefahr der Intervention und somit möglicherweise eine steigende Unzufriedenheit. Eine alternative Erklärung wäre, dass die PE-Investoren ein homogenes Verhalten aufweisen, das aber von den PU unterschiedlich wahrgenommen wird. Ein T-Test über die aggregierte vertragliche *Governance*-Funktion liefert allerdings kein signifikantes Ergebnis.

Monitoring:

Kaum Unterschiede bestehen zwischen *Low Performer* und *High Performer* bei der Einschätzung des Wertbeitrages im Rahmen des *Monitorings* durch den PE-Investor.¹⁰⁰⁵ Auf eine weitere Diskussion wird daher verzichtet.

1003 Der P-Wert beläuft sich auf $p=0,019$.

1004 Für diese Erklärung sprechen bisherige empirische Ergebnisse von Gorman und Sahlman (1989) S.235f und Cable und Shane (1997) S.145ff sowie die Überlegungen von De Clercq und Manigart (2007) S.206.

1005 Mit 0,86 liefert der aggregierte T-Test zwar einen überraschend hohen P-Wert, doch kann auch hier nicht von signifikanten Unterschieden zwischen High Performer und Low Performer gesprochen werden.

Value-Added-Services:

Ebenso überraschende Ergebnisse liefert der in Abbildung 84 dargestellte Vergleich der wahrgenommenen *Value-Added-Services* zwischen *High Performer* und *Low Performer*. Hier attestieren erfolgreiche PU dem Investor zumeist negative Auswirkungen auf Wachstum und Internationalisierung. In Bezug auf Strategieformulierung (H4a), Personalbesetzung (H4d) und Netzwerkkontakte (H4e) unterscheiden sie sich dabei signifikant von jenen PU, die ihre eigene Performance als weniger positiv empfanden.¹⁰⁰⁶

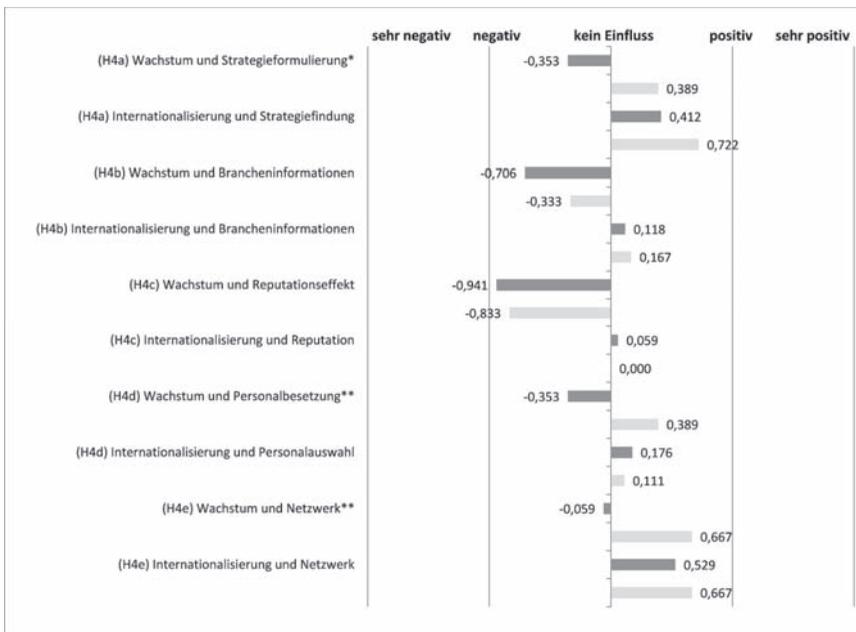


Abbildung 84: Value-Added-Services bei High Performer vs. Low Performer

Auch der T-Test über die aggregierten Daten für alle fünf Wirkungskanäle bestätigt diese überraschende Tatsache.¹⁰⁰⁷ Die Ergebnisse könnten darauf hindeuten, dass *High Performer* beziehungsweise PU, welche ihre

1006 Die dazugehörigen P-Werte erreichen für H1a $p=0,064$, für H4d $p=0,049$ und für H4e $p=0,019$.

1007 Im Detail liefert der T-Test einen P-Wert von 0,03.

eigene Performance positiv einschätzen, eine im Vergleich zu weniger positiv eingestellten Unternehmen signifikant negativere Einschätzung der vom PE-Investor eingebrachten *Value-Added-Services* haben. Eine Interpretation dieses Ergebnisses ist schwierig. Es wäre eine nachvollziehbare Erklärung, dass PU, welche ihre eigene Performance schlechter einschätzen, eher auf die vom PE-Investor eingebrachten *Value-Added-Services* zurückgreifen und diese daher auch als nützlicher empfinden. Im Gegensatz dazu ziehen es selbst-empfundene *High Performer* vor, keine derartigen Leistungen in Anspruch nehmen. In diesem Fall könnte das aktive Beteiligungsmanagement des PE-Investors sogar als negative Einflussnahme interpretiert werden.¹⁰⁰⁸

Überraschend sind diese Ergebnisse aber auch im Hinblick auf die widersprüchliche Einschätzung des positiven Wertbeitrages in Abbildung 81. Die für den Autor wahrscheinlichste Erklärung hierfür ist, dass die Prioritäten bzw. Erwartungen der beiden Gruppen unterschiedlich sind¹⁰⁰⁹. Während das Wirkungsmodell eine Gleichgewichtung der Wirkungskanäle bzw. Wertbeiträge suggeriert, ist dies aller Voraussicht nach in der Wahrnehmung der PU-Manager/innen nicht der Fall. *High Performer* könnten beispielsweise überdurchschnittlich viel Wert auf die Finanzierungsfunktion des PE-Investors legen und an keinerlei anderen Leistungen interessiert sein. Erfüllt der PE-Investor diese eine prioritäre Funktion, so spiegelt sich dies in einer positiven Gesamteinschätzung des Wertbeitrages wider.¹⁰¹⁰

Im Gegensatz dazu könnten die Prioritäten bzw. die Bedürfnisse jener Unternehmen, die ihre eigene Performance weniger gut beurteilen, vollkommen andere sein. Demnach könnten diese Unternehmen vermehrt *Value-Added-Services* nachfragen. *Low Performer* weisen zwar einen höheren Zufriedenheitsgrad mit derartigen Leistungen auf, dieser könnte je-

1008 Die Überprüfung derartiger Hypothesen könnte dadurch erfolgen, dass in zukünftigen Studien nach konkret durch das PU in Anspruch genommenen *Value-Added-Services* anstatt nach deren Auswirkungen gefragt wird.

1009 Ähnliche Erkenntnisse liefern Ruhnka et al. (1992), Sapienza und Korsgaard (1994), Sapienza und Gupta (1994), Sapienza et al. (2000), De Clercq und Sapienza (2001), Birmingham et al. (2003), Parhankangas et al. (2005) und Turcan (2008)

1010 Auch Kranz (2008) S.194 kann keinen eindeutigen Zusammenhang zwischen Intensität des Beteiligungsmanagement und der PU Performance finden.

doch immer noch hinter den erhofften bzw. erwarteten Leistungen liegen, wodurch eine vergleichsweise negativere Beurteilung des Gesamtbeitrages erfolgt.

Diese Erklärung würde die Rolle der gegenseitigen Erwartungen, des individuellen Bedarfes des PU und der konkreten Ressourcen des Investors in den Vordergrund rücken. Im Zentrum der Betrachtung würde dann nicht mehr die Wirkung des PE-Investors, sondern der *Fit* der Investor-PU-Konstellation¹⁰¹¹ stehen. Dieser soll an dieser Stelle nicht weiter verfolgt, sondern zukünftiger Forschung überlassen werden.

Die Schwierigkeiten in der Interpretation der subjektiven Einschätzungen der PU zeigen die Schwächen einer derartigen Vorgehensweise. Andererseits liefern sie aber Hinweise auf zukünftigen Forschungsbedarf und erlauben eine Untersuchung komplexer Aspekte der Investor-PU-Beziehung. In Ergänzung zu diesen vorwiegend explorativen Analysen soll in einem letzten und abschließenden Schritt in Unterkapitel 5.3.3.2 eine auf objektiven Performance-Daten basierte *In-Sample*-Analyse folgen.

5.3.3.2. *In-Sample*-Regressionsmodelle

Die objektiven Performance-Daten für die untersuchten österreichischen PU eröffnen die Möglichkeit, nach systematischen Zusammenhängen bzw. Wirkungsdeterminanten zu suchen. Die Tiefe der Analyse ist hierbei durch die Datenverfügbarkeit begrenzt.¹⁰¹² Es lassen sich aber aus dem im Literaturteil beschriebenen Geschäftsmodell eine Reihe von Fragestellungen ableiten, die einer empirischen Überprüfung unterzogen werden können:

- Besteht ein Unterschied in Bezug auf die Performance zwischen syndizierten PE-Investitionen und Einzelinvestitionen?

1011 Insbesondere die Ergebnisse von Hofer (2005) S.95 und Boué (2005) S.204 stützen diese Annahmen.

1012 Auf Ebene der einzelnen PU, des Investors, der Beteiligung und der Branche wäre noch eine Reihe an Faktoren denkbar, die einen Einfluss auf das Wachstum der Beschäftigung haben könnten.

- Unterscheidet sich die Performance von mehrheitlichen Investitionen von jenen Investitionen, in denen der PE-Investor nicht über einen kontrollierenden Anteil verfügt?
- Besteht ein Unterschied bezüglich der Herkunft des PE-Investors?
- Welche Charakteristika seitens des PU (Branche, Profitabilität, historisches Umsatzwachstum) haben einen Einfluss auf das Wachstum des PU?

Auf Basis der verfügbaren Daten wurden zwei *In-Sample*-Regressionsmodelle zu Umsatz- und Beschäftigungswachstum berechnet. Als erklärende Variablen dienten die *Dummy*-Variablen Syndizierung (SYN), Mehrheitsanteil (MIN_MEHR) sowie die Herkunft des Investors (Inland_Ausland). Darüber hinaus wurde versucht, durch das Einbeziehen der Profitabilität des PU vor Einstieg des Investors (EGT_Mar_Tm1) und des Umsatzwachstums des PU vor Einstieg (UM_Wach_Tm1) die Endogenitätsproblematik zu reduzieren. Schlussendlich erfolgte eine Kontrolle der Branche des PU (BR), des Einstiegsjahres (Einstieg_Jahr), der Dauer der Beteiligung (Dauer_Beteil) und des Alters der PU (Alter). Tabelle 17 zeigt die Ergebnisse der beiden *In-Sample*-Regressionsmodelle.

| Impact Variable | Modell 1 (CAGR_MA) | | Modell 2 (CAGR_UM) | |
|-----------------------------|--------------------|--------|--------------------|--------|
| | Koeffizient B | (Sig.) | Koeffizient B | (Sig.) |
| (Konstante) | 8,353 | ,110 | 2,796 | ,785 |
| SYN | 1,729 | ,353 | 8,315** | ,033 |
| Min_Mehr | -1,221 | ,493 | -,874 | ,819 |
| Inland_Ausland | 2,791 | ,238 | -4,550 | ,273 |
| EGT _{t-1} | ,171** | ,002 | ,159** | ,013 |
| UM _{t-1} | | | ,414*** | ,000 |
| MA _{t-1} | ,263*** | ,000 | | |
| BR_1 | -1,919 | ,617 | -,077 | ,995 |
| BR_3 | 3,676 | ,284 | 5,444 | ,452 |
| BR_6 | 1,386 | ,663 | 14,461** | ,035 |
| BR_25 | 6,444** | ,049 | 11,110† | ,062 |
| BR_26 | -2,833 | ,626 | -2,170 | ,736 |
| BR_28 | 3,167 | ,270 | 2,858 | ,631 |
| BR_2x | ,654 | ,791 | 9,651† | ,098 |
| Einstieg_Jahr_z | -1,772** | ,043 | -2,526 | ,114 |
| Dauer | -1,525† | ,056 | -,990 | ,463 |
| Alter | ,005 | ,817 | -,038 | ,287 |
| N | 109 | | 109 | |
| R ² | ,683 | | ,617 | |
| Korrigiertes R ² | ,456 | | ,432 | |
| ANOVA Sig. | ,010** | | ,002** | |

†p < ,1; **p < ,05; ***p < ,001

- 1) Abhängige Variable CAGR_MA_{bis2009}
- 2) Abhängige Variable CAGR_UM_{bis2009}

Tabelle 17: In-Sample-Regressionsmodelle Beschäftigungs- und Umsatzwachstum

Modell 1:

Modell 1 erklärt insgesamt 67% der Varianz der Beschäftigungswachstumsraten und ist auf $\alpha < 0,05$ signifikant. Von den erklärenden *Dummy*-Variablen Syndizierung (SYN); Beteiligungsausmaß (Min-Mehr) oder Investor Herkunft (Inland_Ausland) hat keine einen signifikanten Erklärungsgehalt. Interessant, aber wenig überraschend, sind die hohen Signifikanzen für die historischen Beschäftigungswachstumsraten (MA_Wachst_Tm1) und die Profitabilität vor Einstieg des Investors (EGT_Mar_Tm1). Diese unterstreichen den Selektionseffekt und zeigen, dass die PE-Investoren den Wachstumspfad des PU nach Einstieg weitgehend fortführen.

Es gibt bei Wachstumsunternehmen also keine umfassenden, oft unterstellten, Restrukturierungen auf Kosten der Mitarbeiter/innen. Unternehmen in der Herstellung von Metallerezeugnissen (BR_25) weisen ein signifikant höheres Beschäftigungswachstum auf als Unternehmen in anderen Branchen. Schwach signifikant sind darüber hinaus das Einstiegsjahr sowie die Dauer der Beteiligung, wobei das Beschäftigungswachstum mit Dauer der Beteiligung abnimmt.

Model 2:

Betrachtet man die Determinanten des Umsatzwachstums in Modell 2, so unterstreichen die Ergebnisse den Selektionseffekt aus Modell 1. Das Wachstum und die Profitabilität vor Einstieg des Investors sind gute Prädiktoren für das weitere Wachstum während der Halteperiode des Investors. Der Selektionseffekt zeigt sich also auch in Bezug auf das Umsatzwachstum. Im Gegensatz zum Beschäftigungswachstum weist die *Dummy-Variable* Syndizierung (SYN) allerdings einen signifikant positiven Einfluss auf das Umsatzwachstum auf. Für diese Beobachtung sind zwei Erklärungen, welche im Einklang mit den von Lerner (1994a) kontrastierten Alternativen der *Selection-Hypothese* bzw. *Value-Added-Hypothese* stehen¹⁰¹³. Einerseits könnte das erhöhte Wachstum auf die zusätzlichen Ressourcen des zweiten Investors und somit auf einen direkten Investor-Effekt zurückzuführen sein. Diese Erklärung würde der *Value-Added-Hypothese* entsprechen.

Andererseits wäre es nicht überraschend, wenn stark wachsende PU, die in der Regel mehrere Finanzierungsrunden erfolgreich absolvieren, von sich aus zusätzliche Investoren anziehen. In diesem Fall würde man fälschlicherweise von einem Investor-Effekt sprechen. Vielmehr läge eine umgekehrte Kausalität vor, die in der Selektion des Investors erfolgreicher Unternehmen begründet ist. Außerdem ist bei der Interpretation der beiden Modelle Vorsicht angebracht. Die geringere Samplegröße (insgesamt und innerhalb der Branchen) bei immerhin 15 erklärenden Variablen, fehlende Werte sowie der extrem hohe Erklärungsgehalt der beiden t-1 Variablen verringern die Qualität des Modells. Ein konfirma-

1013 Eine ausführliche Diskussion findet sich in Unterkapitel 2.4.2.3.2.

torischer Nachweis eines Syndizierungs-Effektes soll daher nicht postuliert werden.

Mit der explorativen Analyse zur PE-PU Wirkungsbeziehung ist der empirische Teil der Arbeit abgeschlossen. Bevor die Betrachtungsperspektive in der Conclusio wieder erweitert wird und die Implikationen der Ergebnisse diskutiert werden, sollen diese im folgenden Zwischenresümee 5.4 noch einmal in komprimierter Form dargestellt werden.

Abschließend sollen in Unterkapitel 5.4 die Ergebnisse der konfirmatorischen und der explorativen Analyse zusammengeführt und in verdichteter Form noch einmal dargestellt werden.

5.4. Zwischenresümee der empirischen Analyse

Die sechsstufige empirische Analyse der Auswirkungen von PE-Investoren auf das Wachstum PE-finanzierter PU lieferte eindeutige Hinweise auf ein erhöhtes Umsatz- und Beschäftigungswachstum derartiger Unternehmen im Vergleich zur Gesamtwirtschaft, Branche und *Matched Samples*. Die Ergebnisse sind konsistent über alle Vergleichsgruppen und halten zumindest in Bezug auf das Umsatzwachstum einer Kontrolle der Endogenität stand. Außerdem bestätigt die Analyse die Problematik der Endogenität im Rahmen von PE-Wirkungsanalysen und die Qualität des zur Kontrolle derselben vorgenommenen *Matchings*.

Auch in Bezug auf die Internationalisierung liefert die konfirmatorische Analyse eindeutige Hinweise eines signifikanten Anstiegs in Bezug auf Export, Anzahl der Exportmärkte ausländischer Tochtergesellschaften.

Die Ergebnisse der subjektiven Befragung unterstreichen die konfirmatorischen Ergebnisse weitgehend und liefern einen tiefergehenden Einblick in die Einflussnahme-Wirkungsbeziehung zwischen PE-Investor und PU. Die Ergebnisse legen nahe, dass der Wertbeitrag von PE-Investoren im Rahmen der Unternehmensinternationalisierung ungleich höher ausfällt als im Wachstum bestehender Märkte. Insbesondere die im Rahmen der Finanzierungsfunktion erbrachten Beiträge

- Bereitstellung von risikotragfähigem Eigenkapital,
- Eröffnung weiterer Finanzierungsquellen,
- Bereitstellung von Finanzierungs-*Know-How* und
- Erweiterung des finanziellen Spielraumes

finden breite Zustimmung in ihren positiven Auswirkungen auf Unternehmenswachstum und -internationalisierung. Die Ergebnisse zur vertraglichen *Governance* und zum *Monitoring* sprechen nur für einen relativ gering empfundenen Wertbeitrag. Besonders auffallend ist die unterschiedliche Bewertung der durch den PE-Investor erbrachten *Value-Added-Services*. Während diese im gewöhnlichen Wachstum auf bestehenden Märkten als sehr gering bzw. sogar als Behinderung empfunden werden, wird insbesondere dem strategischen Beitrag und dem Netzwerk des PE-Investors ein hoher Mehrwert bei der Erschließung neuer internationaler Märkte eingeräumt.

In einer abschließenden *In-Sample*-Analyse der Determinanten dieses Mehrwertes konnte festgestellt werden, dass PU, die ein zufriedenstellendes Wachstum haben, auch den Wertbeitrag in Bezug auf Finanzierungsfunktion und vertragliche *Governance* des PE-Investors ungleich höher einschätzen. Unterdurchschnittlich abschneidende PU empfinden die vom PE-Investor geschaffene *Governance*-Struktur und das *Monitoring* sogar als Behinderung. Interessanterweise divergieren die Einschätzungen der vom Investor erbrachten *Value-Added-Services* in exakt umgekehrter Form. *High Performance* PU beurteilen den Wertbeitrag des PE-Investors weitaus geringer. Diese Beobachtung lässt darauf schließen, dass unterschiedliche PU unterschiedliche Erwartungen gegenüber den *Value-Added-Services* haben und somit auch unterschiedliche Zufriedenheitsraten aufweisen. Zu guter Letzt werden im Rahmen einer *In-Sample*-Regressionsanalyse Hinweise auf ein erhöhtes Umsatzwachstum syndizierter PE-Beteiligungen gefunden.

In Summe werden der theoretisch hergeleitete Forschungsbedarf und die daraus abgeleitete Methodik in eindeutiger Art und Weise bestätigt. Die Ergebnisse deuten auf einen besonderen Mehrwert von PE im Rahmen der Internationalisierung hin. Dieser soll in der folgenden Conclusio (Kapitel 6) gemeinsam mit den daraus resultierenden Implikationen für Forschung, Praxis und Gesetzgebung (Unterkapitel 6.3) und den Limitationen der Untersuchung (Unterkapitel 6.4) ausführlicher diskutiert und in den breiteren Kontext eingeordnet werden.

6. Conclusio

Das folgende Kapitel 6 zieht darauf ab, den inhaltlichen Kreis der Arbeit zu schließen, indem die Erkenntnisse aus Literatur- bzw. Theoriearbeit und empirischer Untersuchung zusammengeführt werden und in den breiteren Kontext der PE Forschung rückgeführt werden sollen. Im Detail werden in einem ersten Schritt die Ergebnisse der Literaturanalyse und der empirischen Wirkungsanalyse (Unterkapitel 6.1 und 6.2) rekapituliert. Darauf aufbauend sollen in Unterkapitel 6.3 in drei Schritten die Implikationen der Arbeit für Forschung und Wissenschaft, Unternehmenspraxis und Gesetzgeber abgeleitet werden. Bevor sodann in Unterkapitel 6.5 eine explizite und Beantwortung der Forschungsfragen vorgenommen werden kann, soll in Unterkapitel 6.4 noch einmal auf die Limitationen der empirisch gewonnenen Ergebnisse hingewiesen werden.

6.1. Ergebnisse der Literaturanalyse

Historie der PE-Forschung:

Trotz seines starken Wachstums handelt es sich bei der Forschung zu PE um ein relativ junges, praxisgetriebenes Forschungsgebiet. Wissenschaftshistorisch entspringt die Forschung zu PE großteils zwei weitgehend autonomen Schulen. Themen der Frühphasenfinanzierung wurden insbesondere von *Entrepreneurship*-Forscher/innen behandelt, während sich etwas später und davon weitgehend unberührt institutionen-ökonomische Forschung zu Spätphasenfinanzierung (insb. LBO) entwickelte.¹⁰¹⁴ Dementsprechend weist ein Großteil der Forschung eine äußerst undifferenzierte, von Anglizismen dominierte Begriffswelt auf.

Terminologische Abgrenzung:

Im Zentrum der terminologischen Debatte steht die Abgrenzung zwischen PE und VC. Diese wird durch unterschiedliche Entwicklungsstände und lokale Konventionen erschwert. Während im anglo-

1014 Erstere geht auf sehr frühe Publikationen wie beispielsweise von Abbott und Zuckert (1941), Butler und Ulin (1950) oder Rotch (1968) zurück. Die Forschung zu LBO entspringt einer von Jensen (1989) entfachten Diskussion.

amerikanischen Raum PE meist in die Bereiche VC und *Buyout Capital* unterteilt wird, so wird im kontinentaleuropäischen Raum VC als Teilsegment von PE angesehen. Spätphasenfinanzierungen werden als PE i.e.S. angesehen.¹⁰¹⁵ Dennoch kann *Buyout-Capital* nach anglo-amerikanischem Begriffsverständnis nicht mit PE i.e.S. gleichgesetzt werden, zumal dieses regelmäßig den Bereich der klassischen Expansionsfinanzierung beinhaltet, während dies im anglo-amerikanischen Raum zumeist VC vorbehalten ist.

Die Literaturanalyse hat gezeigt, dass eine Differenzierung nach Lebenszyklusphasen nicht immer eindeutig oder zweckmäßig ist. Vielmehr empfiehlt sich zur Unterscheidung zwischen PE und VC ein Blick auf das konkrete Geschäftsmodell des PE-Investors.

Im Rahmen der vorliegenden Arbeit wurden PE i.e.S. in Anlehnung an Bader (1996) als Finanzierungsart definiert, bei der:¹⁰¹⁶

- als Fonds organisierte, kommerzielle Finanzintermediäre
- nicht kotierten Unternehmen
- in einer späteren Phase ihres Unternehmenslebenszyklus,
- ohne ausreichende Sicherheiten,
- mittel- bis langfristiges Risikokapital und
- Managementunterstützung zur Verfügung stellen.
- Der Investor übt hierbei gezielt Einfluss und Kontrolle auf das Unternehmen aus, um so eine Wertsteigerung zu erzielen,
- welche er in Form eines späteren Veräußerungsgewinns lukrieren will.

Gemäß der *Pecking Order Theory* greifen Unternehmen nur auf PE zurück, wenn andere Finanzierungsformen erschöpft sind. Es bedarf also eines bestimmten Anlassfalles (man spricht auch von anlassbezogener Finanzierung), dass ein Unternehmen einen PE-Investor an Bord holt. Gemeinsam ist aber allen Anlassfinanzierungen, dass der PE-Investor nicht börsenfähigen Unternehmen risikotragfähiges Kapital zur Verfügung stellt.

1015 vgl. Gietl et al. (2008) S.8.

1016 Bader (1996) S.10.

Grundlagen zum PE Geschäftsmodell:

In einem zweiten Schritt wurde sodann das PE-Geschäftsmodell untersucht, um so die Grundlagen für die spätere empirische Analyse zu schaffen. Als Antwort auf das Umfeld des organisierten vorbörslichen Beteiligungskapitalmarkts und als Resultat der komplexen zweiseitigen *Agency*-Beziehung bilden PE-Investoren eine komplexe Fondsstruktur.¹⁰¹⁷ Im Zentrum steht die Managementgesellschaft, welche von Investoren im Rahmen des *Fundraisings* Kapital anwirbt und mittelbar über den verwalteten Fonds durch ein komplexes Vertrags- und Anreizgeflecht mit ihren eigenen Investoren und den vom Fonds gehaltenen PU verflochten ist. Um für ihre Investoren und sich selbst eine angemessene Rendite zu erwirtschaften, suchen die Investoren aktiv nach renditeversprechenden Beteiligungen (*Deal-Flow*), prüfen diese im Rahmen einer umfangreichen *Due Diligence* und nehmen während der Haltedauer aktiv Einfluss auf diese PU.

Um die Rendite eines Investments bzw. ihres Investmentportfolios zu maximieren, steht den PE-Investoren eine Reihe von exogenen und endogenen Werttreibern zur Verfügung. Während Markt- oder Verhandlungsarbitrage aus Bewertungsdifferenzen resultieren und keine unmittelbaren Auswirkungen auf das PU haben, so steht die Nutzung des *Leverage*-Effektes durch PE-Investoren i.e.S. oft im Zentrum öffentlicher Kritik.¹⁰¹⁸ Im Kern der Diskussion steht somit die Frage, ob PE-Investoren endogenes Wachstum fördern, oder ob es sich bei den hohen Renditen um einen ungerechtfertigten Vermögenstransfer handelt, der die wirtschaftliche Nachhaltigkeit der Unternehmung gefährden könnte.

Die Beantwortung dieser Frage ist jedoch methodischen Restriktionen unterworfen, zumal die Unternehmensentwicklung durch eine Vielzahl an Faktoren beeinflusst wird, die im Rahmen der Analyse kontrolliert werden müssen. Mehr noch, verursacht die Selektion wachstumsstarker PU eine Endogenität der Stichprobe, die die Erbringung eines kausalen Nachweises zusätzlich erschwert.¹⁰¹⁹ Angesichts dieser Probleme ist es

1017 vgl. Haagen (2008) S.485ff sowie Bruton et al. (2010) S.493.

1018 vgl. Financial Services Authority (2005), Grub Brugger & Partner (2005) S.18, Krieger (2006), Van den Burg und Rasmussen (2007) sowie Hall (2008).

1019 vgl. Lutz und Achleitner (2009) S.7.

nicht verwunderlich, dass die bisherigen Versuche zur Erklärung der Investorenrendite sehr unterschiedliche Ergebnisse liefern. Insgesamt deuten bestehende Studien aber auf einen positiven endogenen Wertbeitrag (Alpha) hin. Neben den Renditemaximierungsstrategien wenden PE-Investoren eine Reihe von Risikominimierungsstrategien auf Ebene der Portfoliodiversifikation oder auf Ebene der Beteiligung an. Für die vorliegende Arbeit sind insbesondere die Syndizierung von Beteiligungen sowie das bereits angesprochene aktive Beteiligungsmanagement von besonderer Bedeutung, da diese direkte Auswirkungen auf Ebene des PU vermuten lassen.

Auswirkungen von PE-Investoren auf Ebene der PU:

Kapitel 3 der Literaturarbeit beinhaltet die Untersuchung der Auswirkungen von PE-Investoren auf Ebene der PU. Hierbei wurden – unterschieden nach Art der Methodik – bestehende empirische Befunde zusammengefasst und diskutiert. Die Analyse unterstrich die zentrale Problematik der Endogenitätskontrolle. Diese wird regelmäßig durch statistische Methoden (insb. *Heckman two-step-Regressionen*) oder durch *Matched Sample*-Untersuchungsdesigns sichergestellt.¹⁰²⁰ Insgesamt verbleiben auch nach Berücksichtigung der Endogenität positive Befunde zugunsten der PE-Investoren hinsichtlich des Beschäftigungs- und Umsatzwachstums, sowie der Profitabilität und Innovationsfähigkeit. Die Effekte sind aber weitaus differenzierter und geringer, als dies kommerzielle Studien nahelegen.

Eine Hand voll explorativer Beiträge zeigt den eklatanten Forschungsbedarf in Bezug auf die Erforschung der konkreten Wirkungsmechanismen dieses Wertbeitrages. Die vorwiegend isolierten Befunde beziehen sich zumeist nur auf eine von vielen Wirkungskomponenten und vollkommen verwenden unterschiedliche theoretische Bezugsrahmen.

1020 Eine Übersicht der Studien hierzu findet sich in den Unterkapiteln 3.2.1 und 3.2.2.

Herleitung eines umfassenden Wirkungsmodells:

Um die Auswirkungen des PE-Investors auf das finanzierte PU in ihrer Gesamtheit zu erfassen, ist daher umfassendes, theorieübergreifendes Modell der Einflussnahme notwendig. Dieses umfassende Wirkungsmodell wird sodann in Kapitel 4.3 vorgestellt. Insgesamt sind die bisherigen Befunde zu den Auswirkungen von PE-Investoren auf die Internationalisierung von PU äußerst spärlich. Theoretische Überlegungen legen jedoch nahe, dass der PE-Wirkungsbeitrag im Falle eines grenzüberschreitenden Wachstums von ungleich höherer Relevanz ist was im Modell durch eine konzeptionelle Trennung dieser beiden Wirkungskonstrukte berücksichtigt wurde.

Resultat der Literaturanalyse ist somit die theoriegeleitete Herleitung eines vorerst tentativen Wirkungsmodells. Wenngleich im Rahmen dieser Arbeit nicht der Anspruch auf Zweifelsfreiheit des Modells oder gar Gültigkeit gestellt werden kann, wurde für den Zweck der explorativen Analyse ein Wirkungsmodell erarbeitet, welches vier zentrale Wirkungskomponenten aufweist. Zum Zwecke der späteren explorativen Analyse wurden insgesamt 13 Ursache- Wirkungshypothesen formuliert. Abbildung 85 fasst das Modell noch einmal in verdichteter Form zusammen.

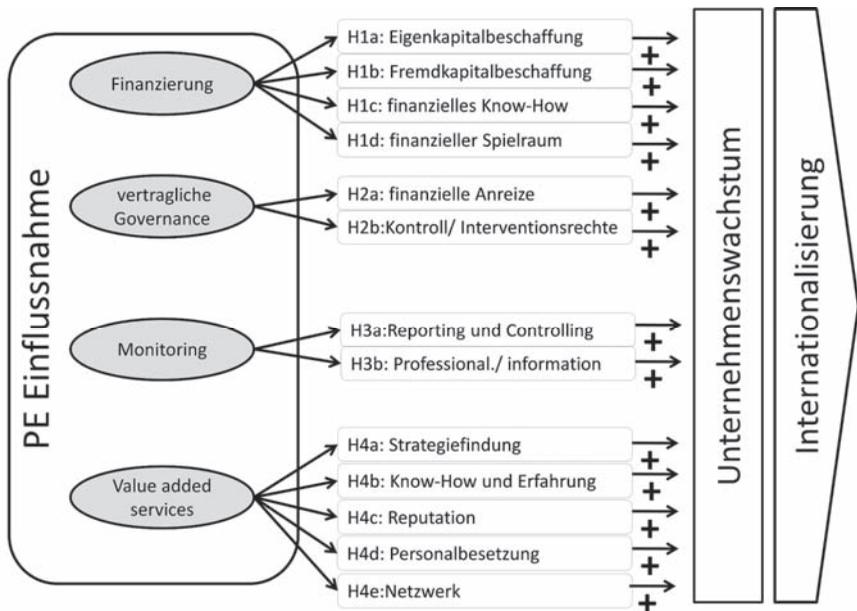


Abbildung 85: Zusammenfassung des umfassenden PE-Wirkungsmodells

Der zweiteiligen Forschungsfrage folgend wurde sodann eine empirische Überprüfung des konfirmatorischen Wertbeitrages von PE-Investoren (Unterkapitel 5.2) und eine explorative Untersuchung des Wirkungszusammenhanges anhand des Wirkungsmodells (Unterkapitel 5.3) unternommen.

6.2. Ergebnisse der empirischen Untersuchung

Untersuchungsdesign und Datenerhebung:

Den empirischen Untersuchungsrahmen der Untersuchung stellt der österreichische Markt für Spätphasenfinanzierungen (PE i.e.S.) dar. In einer ausführlichen Suche wurde insgesamt verblieb ein *Sample* von 109 PU identifiziert¹⁰²¹. Die Erhebung primärer Daten erfolgte im Rahmen einer

1021 Dienstleistungsunternehmen, Beteiligungen nicht renditeorientierter Fonds und Frühphaseninvestments wurden nicht berücksichtigt.

mehrstufigen Fragebogenaktion in Kooperation mit der *Austrian Private Equity and Venture Capital Organisation* (AVCO). Objektive Wachstums- und Internationalisierungsdaten wurden hingegen in einer Sekundäranalyse mithilfe mehrerer Datenbanken und des *österreichischen Kredit-schutzverbandes* (KSV 1870) vorgenommen.

Die Kombination von mehreren Erhebungsmethoden und unterschiedlichen Qualitäten von Wirkungsmaßen reduziert die Gefahr eines *Single Source Bias* und erhöht die Robustheit der Ergebnisse.¹⁰²² Insgesamt konnte durch die aufwendige Erhebung eine Datenabdeckung von nahezu 70% bei objektiven Wirkungsmaßen erzielt werden. Aber auch die Rücklaufquote der Fragebogenaktion liegt mit 34% weit über branchenüblichen Werten.

Gemäß der zweiteiligen Forschungsfragen kann die empirische Untersuchung in einen konfirmatorischen und einen explorativen Teil unterteilt werden.

6.2.1. Konfirmatorische Analyse des Impacts

Im konfirmatorischen Teil wurden die Wachstums- und Internationalisierungskennzahlen PE-finanzierter PU unterschiedlichen Kontroll- oder Vergleichsgruppen gegenübergestellt, um auf diese Weise valide Aussagen über die Auswirkungen von PE-Investoren ableiten zu können.

Deskriptive Auswertung der Wachstumsdaten:

Eine erste deskriptive Auswertung zeigte die stark rechtsschiefe Verteilung der Wachstumsraten sowie den starken negativen Effekt der Finanzkrise in den Jahren 2008 und 2009. Die in einigen Publikationen nahegelegte *Creative Destruction*-Hypothese,¹⁰²³ dass PE-Investoren eine Restrukturierung des Unternehmens zugunsten eines späteren positiven Wachstums vornehmen, konnte insofern nicht bestätigt werden, als alle untersuchten Wachstums-kennzahlen durchwegs positive Wachstumsraten über den Beteiligungsverlauf aufweisen.

1022 vgl. Bachmann (2009) S.92.

1023 Derartige Effekte unterstellen beispielsweise Cressy et al. (2007b) S.1ff und Davis et al. (2008) S.44ff.

Ein einfacher Vorher-Nachher-Vergleich der Internationalisierungskennzahlen zeigt, dass Exportquoten im Mittel von 53% auf 67% über die Beteiligungsdauer ansteigen. Im Median steigt die Exportquote von 52% auf 73% über einen durchschnittlichen Betrachtungszeitraum von 5,5 Jahren. Die Anzahl der Exportmärkte steigt von 13,5 auf 20,5 Ländermärkte. Die hohe Streuung der Daten bei gleichzeitig relativ geringem *Sample* macht einen empirischen Test dieser Internationalisierungskennzahlen jedoch schwierig.

Vergleich mit makro-ökonomischen Wachstumsdaten:

In einem zweiten Schritt erfolgte ein Vergleich mit makro-ökonomischen Wachstumsdaten und auf Branchenebene. PE-finanzierte Unternehmen weisen signifikant höhere Wachstumsraten in Bezug auf Beschäftigung und wachsen im Mittel 2,37% p.a. schneller als die Gesamtwirtschaft¹⁰²⁴. In Bezug auf Umsatz beträgt der Unterschied sogar rund 5% p.a..¹⁰²⁵ Ein Vergleich Exportquoten mit der Gesamtwirtschaft spricht ebenfalls für eine signifikante Überlegenheit PE-finanzierter PU. Überdies zeigt die Analyse, dass PE-finanzierte PU in den Krisenjahren 2008 und 2009 geringere Wachstumseinbußen als die Gesamtwirtschaft hinnehmen mussten. Nach dem gesamtwirtschaftlichen Vergleich wechselt die Betrachtung auf Branchenebene. Exemplarisch wird das *Sample* nach ÖNACE-Klassifizierung in die drei ausreichend großen *Subsamples* Maschinenbau (ÖNACE 28), Dienstleistungen der Informationstechnologie (ÖNACE 62) und Großhandel (ÖNACE 46) geteilt. Die Ergebnisse sind weitgehend konsistent mit den in der gesamtwirtschaftlichen Analyse ermittelten höheren Wachstumsraten, wenngleich nur für die Maschinenbaubranche ein signifikant höheres Beschäftigungswachstum attestiert werden kann.

Vergleich mit einem Datenbank Matched Sample:

Die zweite Vergleichsebene stellt eine klassische *Matched Sample*-Analyse, also einen Vergleich mit einem aus einer Datenbank generierten Vergleichs*Sample*, dar. Das *Matching* erfolgte anhand der Kriterien:

- primärer und sekundärer Branchencode,

1024 Der Unterscheid ist signifikant auf einem Testniveau von $\alpha < 0,05$.

1025 In diesem Fall ist der Unterschied ist sogar auf einem Testniveau von $\alpha < 0,01$ signifikant.

- Anzahl der Mitarbeiter/innen vor Einstieg des PE-Investors sowie nach der
- Höhe des Umsatzes vor Einstieg des PE-Investors.¹⁰²⁶

Das auf diese Weise gewonnene Vergleichs*Sample* hat den Vorteil, dass die Endogenität des *PU-Samples*, welche durch die Selektion des PE-Investors entsteht, teilweise kontrolliert werden kann, zumal der Vergleich mit tatsächlich vergleichbaren Unternehmen im Sinne von Peer erfolgt.¹⁰²⁷

Ein einleitender, nicht parametrischer Wilcoxon-Mann-Whitney-U-Test belegt die Signifikanz des Mittelwertunterschiedes zu Gunsten eines höheren Umsatzwachstums bei PE-finanzierten Unternehmen. Die Wachstumsraten PE-finanzierter PU liegen jedoch auch in Bezug auf das Beschäftigungswachstum durchwegs über den Wachstumsraten der Datenbank-*Matches*. Das Hauptproblem einer derartigen methodischen Vorgehensweise ist, dass mögliche konfundierende Störvariablen nicht kontrolliert werden können.¹⁰²⁸

Aus diesem Grund wurden in einem zweiten Schritt zwei OLS-Regressionsmodelle konzipiert, bei denen – neben der abhängigen Performancevariable – eine *Dummy-Variable* zur Zuordnung auf die beiden Vergleichsgruppen, sowie eine Reihe von Kontrollvariablen eingebunden wurden. Ein erstes Modell, welches die Wachstumsraten der Kalenderjahre, unabhängig von dem zugrundeliegenden Unternehmen, berücksichtigt, liefert ein signifikant höheres Mitarbeiterwachstum von 2,17% p.a. für PE-finanzierte PU. Das 4,1% höhere Umsatzwachstum ist nur auf einem Testniveau von $\alpha < 0,1$ signifikant. In Modell 2 werden die Wachstumsraten über den gesamten Beteiligungszeitraum (annualisiert) berücksichtigt. In unterschiedlichen Spezifikationen wird ein um 4,8% p.a. höheres Beschäftigungswachstum und für Umsatz ein um 7,6% p.a. höheres Beschäftigungswachstum gefunden.

1026 vgl. Eine fast idente methodische Vorgehensweise findet sich in Cressy et al. (2007b) S.9f.

1027 vgl. Lutz und Achleitner (2009) S.53ff.

1028 vgl. Garey (2004) S.3f. Neben dem Matched Sample-Design stellen die Randomisierung und Restriktion die beiden weiteren Formen der Kontrolle von konfundierenden Störvariablen dar. Vgl. Garey (2004) S.3.

Den dritten und letzten Schritt des Datenbank *Matched-Sample* Vergleichs stellt ein *Heckman Two-Step* Regressionsmodell dar. Hierbei wird die Endogenität des *Samples* durch eine, im Rahmen einer *Probit*-Analyse gewonnene, wahrrscheinlichkeitsbasierte Korrekturvariable (λ) kontrolliert. Auf diese Weise kann ein möglicher verbleibender Selektionseffekt statistisch berücksichtigt werden.¹⁰²⁹ Im Ergebnis zeigt die *Heckman*-Analyse ein signifikant höheres Umsatzwachstum PE-finanzierter Unternehmen. In Bezug auf Beschäftigung besteht zwar ein erhöhtes Wachstum, dies ist aber nicht signifikant, und es kann daher nicht ausgeschlossen werden, dass es sich um einen Produkt der Endogenität handelt. Über den konfirmatorischen Befund hinaus liefert die *Heckman-Selection Equation* starke Hinweise darauf, dass der verwendete *Matching*-Algorithmus bei der Generierung des *Matched Sample* effizient ist und somit die Ergebnisse der Modelle 1 und 2 valide sind.

Vergleich mit einem Respondent Matched-Sample:

In einem letzten und vierten Schritt wurde in Unterkapitel 5.2.4 eine eigens für diese Untersuchung konzeptionierte Vergleichsmethodik angewandt. Dem Autor ist keine bisherige Studie bekannt, die sich einer vergleichbaren *Respondent-Match* Methodik bedient. Hierbei identifizieren die PU selbst das für den Vergleich heranzuziehende Vergleichsunternehmen. Auf diese Weise kann ein breiterer inhaltlicher Leistungsbe- reich im *Matching*-Prozess abgebildet werden. So beinhalten die Einschätzungen der befragten PU-Manager/innen beispielsweise Fragestellungen der Wettbewerbsfähigkeit und Innovation, welche in einem klassischen *Matching*-Prozess nur sehr eingeschränkt einbezogen werden können. Die Ergebnisse des *Respondent-Match*-Vergleichs stützen die Ergebnisse der anderen Analysen. Einem jährlichen Beschäftigungswachstum von durchschnittlich 3,4% p.a. bei PE-finanzierten Unternehmen steht ein Wachstum von nur 0,5% p.a. bei *den Respondent-Matches* gegenüber. Das Ergebnis ist auf einem Testniveau von $\alpha < 0,1$ signifikant. Noch eindeutiger sind die Ergebnisse in Bezug auf das Umsatzwachstum, wo die Wachstumsdifferenz 6,5% p.a. beträgt und auf einem Testniveau von $\alpha < 0,1$ signifikant ist.

1029 vgl. Heckman et al. (1998), Heckman (1979) und Greene (2004) S.784ff.

Zusammenfassung der konfirmatorischen Ergebnisse:

Insgesamt deutet der konfirmatorische Teil der empirischen Analyse auf einen Wachstumsvorsprung PE-finanzierter Unternehmen, wie Tabelle 18 zeigt, hin.

| Beschäftigungswachstum Vergleich | PU | Vergleichswert | Δ |
|-----------------------------------|------------|----------------|------------|
| Gesamtwirtschaft | 3,36% p.a. | 0,99% p.a. | 2,37% p.a. |
| Matched Sample-Vergleich | 3,85% p.a. | 1,99% p.a. | 1,86% p.a. |
| Respondent-Match Vergleich | 3,45% p.a. | 0,53% p.a. | 2,92% p.a. |
| Umsatzwachstum Vergleich | PU | Vergleichswert | Δ |
| Gesamtwirtschaft | 7,92% p.a. | 2,93% p.a. | 5,00% p.a. |
| Matched Sample-Vergleich | 9,21% p.a. | 4,81% p.a. | 4,40% p.a. |
| Respondent-Match Vergleich | 9,73% p.a. | 3,26% p.a. | 6,47% p.a. |

Tabelle 18: Zusammenfassung Mittelwertdifferenzen nach Vergleichsgruppen

In Bezug auf Beschäftigungswachstum kann dieser Wachstumsvorsprung in einem Bereich zwischen 2% und 3% p.a. und in Bezug auf das Umsatzwachstum zwischen 5% und 6,5% p.a. quantifiziert werden. Die Differenz hält auch einer statistischen Kontrolle der Endogenität stand, wodurch ein Selektionseffekt ausgeschlossen werden kann und eine endogene Wertschöpfung nahegelegt wird. Mehr noch, zeigt die zweistufige *Heckman*-Regression, könnte in dem vorliegenden *Sample* ein unternehmensseitiger Selektionseffekt vorliegen, der dafür verantwortlich wäre, dass ein bisherige *Matched Sample*-Vergleiche (Modelle 1 und 2) den Wertbeitrag des PE-Investors sogar tendenziell unterschätzen. Die Ursache hierfür ist, dass (aus statistischer Sicht) besonders geeignete Unternehmen sich einer PE-Finanzierung bewusst verschließen. In jedem ist der Kausalitätsschluss hinsichtlich eines aktiven Wertbeitrages des PE-Investors zum Umsatzwachstum hinreichend begründet. In Bezug auf das Beschäftigungswachstum ist der Wachstumsunterschied zu Gunsten PE-finanzierter PU nicht signifikant aber positiv.

6.2.2. Explorative Analyse der Wirkungsbeziehung

Zur Gewinnung explorativer Erkenntnisse über die Auswirkungen von PE-Investoren auf die finanzierten PU wurde die empirische Studie um eine explorative Analyse ergänzt.

Subjektiv empfundene Auswirkungen von PE-Investoren auf die PU:

Insgesamt decken sich die subjektiven Einschätzungen der befragten PU-Manager/innen mit der eben unterstellten *Value Added*-Hypothese.¹⁰³⁰ Die antwortenden Unternehmen berichteten von starken Verbesserungen aller operativen Performancevariablen und von einer stärkeren Wachstumsorientierung durch den PE-Investor. Auch die Frage nach einem aktiven durch den PE-bereitgestellten Mehrwert wurde überwiegend bejaht, wenngleich hierbei sehr unterschiedliche Einschätzungen zwischen den Unternehmen anzutreffen waren. Den Ergebnissen des makroökonomischen Vergleiches entsprechend und im Widerspruch zu oftmals artikulierten theoretischen Überlegungen zu *Leveraged-Buyouts*, wurde dem PE-Investor darüber hinaus ein positiver Beitrag zur Krisenresistenz attestiert.

Insgesamt waren PU in *Buyout*-Finanzierungen, an denen ein ausländischer Investor beteiligt war und die mehrheitlich von PE-Investoren gehalten wurden, zufriedener mit dem Wertbeitrag des PE-Investors. Insgesamt stimmten die PU mehrheitlich den positiven Auswirkungen von PE-Investoren auf die Internationalisierung zu.

Die nähere Betrachtung des in Unterkapitel 4.3 hergeleiteten Wirkungsmodells lieferte nähere Erkenntnisse über die konkrete Ausgestaltung dieses Wertbeitrages. In der Einschätzung der befragten PU war insbesondere die Finanzierungsfunktion stark mit einem Mehrwert hinsichtlich des Wachstums und vor allem der Internationalisierung assoziiert. Das von dem PE-Investor bereitgestellte Kapital, das Finanzierungs-*Know-How* und der Zugang zu zusätzlichen Kapitalquellen erlauben somit eine schnellere Internationalisierung der PU.

In Bezug auf die vertragliche *Governance* hingegen waren die Einschätzungen hinsichtlich des Wertbeitrages weitaus geringer. Die Beurteilung des Wertbeitrages im Rahmen von *Monitoring* des PE-Investors fällt milde, aber positiv aus.

Besonders interessant sind die Ergebnisse der Befragung hinsichtlich der *Value-Added-Services*. Während dem Beitrag zur Internationalisierungs-

1030 vgl. hierzu die Beiträge von Sapienza (1992) und Busenitz et al. (2004).

strategiefindung, der Bereitstellung von Branchen-*Know-How* und dem Netzwerk des Investors positive Wertbeiträge attestiert wurden, wurden dieselben *Value-Added-Services* im Zuge des gewöhnlichen Unternehmenswachstums weitaus geringer oder sogar negativ beurteilt. Auch in Bezug auf die Reputationswirkung des PE-Investors scheint ein stark differenziertes Bild vorzuliegen. Es scheint, als würde der PE-Investor im Zuge der Internationalisierung eine andere Rolle einnehmen bzw. andere Funktionen übernehmen als in der Bearbeitung bereits erschlossener Ländermärkte. Im Vergleich zu anderen bisherigen Studien besonders überraschend ist die negative Reputationswirkung von PE-Investoren auf das Wachstum in bestehenden Märkten. Das Ergebnis zeugt von der fälschlich pauschalisierenden öffentlichen Meinung gegenüber PE-Investoren.¹⁰³¹ Dies ist insbesondere vor dem Hintergrund der im Literaturteil angesprochenen, erfolgsentscheidenden Rolle der Reputation problematisch.

Determinanten der PE-PU Beziehung:

Um einen tieferen Einblick in die Determinanten der Wirkungsbeziehung zu bekommen, wurde in einem weiteren Schritt das *Sample* PE-finanzierter PU in ein *High Performer Subsample* und ein *Low Performer Subsample* getrennt. Die Gegenüberstellung zeigt, dass *High Performer-PU* dem PE-Investor insgesamt auch einen höheren Wertbeitrag insbesondere in der Internationalisierung attestieren. Starke Unterschiede bestehen in der Wahrnehmung der durch den PE-Investor eingeführten vertraglichen *Governance-Strukturen*. Während *Low Performer-PU* diese überwiegend als eine Behinderung empfinden, können *High Performer-PU* diesen einen positiven Mehrwert im Sinne einer Erhöhung des Umsatzwachstums abgewinnen. Sehr überraschende Ergebnisse liefert abermals die Analyse der vom PE-Investor bereitgestellten *Value-Added-Services*, die besagen, dass *High Performer* diese in geringerem Maße wertschätzen als *Low Performer*. Wenngleich eine Interpretation des Ergebnisses anhand der vorliegenden Daten nicht zweifelsfrei möglich ist, so vermutet der Autor den Grund für diese überraschende Beobachtung in der Dynamik

1031 Medienbeitrag wie etwa „*Und sie fraßen alles, was im Lande wuchs*“ von Pörksen (2005) oder „*Private Equity set to become a weapon of mass destruction*“ von Jackson (2009) zeugen von der sehr populistisch und pauschalierend geführten Debatte.

der Investor-PU-Beziehung und darin, dass sich die Erwartungen von PE-Investoren und PU hinsichtlich der vom PE-Investor bereitzustellen- den *Value-Added-Services* unterscheiden.¹⁰³²

Aufgrund der im Rahmen der Literaturanalyse getroffenen Überlegungen wurden abschließend in einem *In-Sample*-Regressionsmodell die Determinanten des Umsatz- bzw. Beschäftigungswachstums untersucht. Beide Modelle weisen einen hohen Erklärungsgehalt auf und liefern starke Hinweise auf den Selektionseffekt. PU, welche bei Einstieg des Investors bereits einen hohen Mitarbeiterstand bzw. Umsatz hatten, verzeichneten auch das höchste Wachstum. Außerdem wiesen syndizierte Beteiligungen ein signifikant höheres Umsatzwachstum auf. Hierfür könnten zwei Gründe verantwortlich sein. Einerseits kommen syndizierte Beteiligungen oft durch eine stufenweise Finanzierung zustande. Demnach würden erfolgreiche Unternehmen eine höhere Wahrscheinlichkeit einer Syndizierung aufweisen. Eine Alternativhypothese mit umgekehrter Kausalität wäre, dass der tatsächliche Wertbeitrag durch die zusätzlichen Ressourcen eines weiteren Investors steigt.¹⁰³³

Die explorativen Ergebnisse der Studie rechtfertigen den Internationalisierungsfokus der Untersuchung und stützen die konfirmatorischen Ergebnisse. PE-Investoren liefern folglich einen positiven Wertbeitrag zum Wachstum und in noch stärkerer Weise zur Internationalisierung der PU.

6.3. Verwertung der Erkenntnisse und Implikationen

Implikationen erwachsen aus der Untersuchung auf drei unterschiedlichen Ebenen. Als wissenschaftliche Adressaten bildet die *International Business*-Forschung den primären Ansprechpartner und wird daher eingangs in Unterkapitel 6.3.1 diskutiert. Im Sinne einer praxisrelevanten Forschung kann Wissenschaft aber kein Selbstzweck sein, weshalb so-

1032 Dieses Ergebnis wird durch die Ergebnisse der Untersuchung von Hofer (2005) S.55ff in eindrucksvoller Weise gestützt.

1033 Die Argumentation folgt hier der von Lerner (1994a) postulierten „*selection hypothesis*“ und der alternativen „*value added hypothesis*“. Vgl. Casamatta und Haritchabalet (2003) S.1.

dann in Unterkapitel 6.3.2 die Implikationen für die Unternehmens- bzw. PE-Praxis dargestellt und diskutiert werden. Zu guter Letzt – und in insbesondere im Hinblick auf die aktuellen politischen Diskussionen auf europäischer und nationaler Ebene zur Schaffung adäquater, einheitlicher Rahmenbedingungen für den Risikokapitalmarkt – erfolgt eine nähere Analyse der Implikationen für nationale und transnationale Regulatoren in Unterkapitel 6.3.3).

6.3.1. Für die Forschung und Wissenschaft

Einordnung in die IB Forschungslandschaft und konzeptionelles Kredo:

Auf einer Metaebene der Betrachtung ist die vorliegende Arbeit nur ein Schritt in Richtung einer Reintegration der passivseitigen Betrachtungsweise in die *International Business*-Forschung, wie in Abbildung 86 dargestellt.

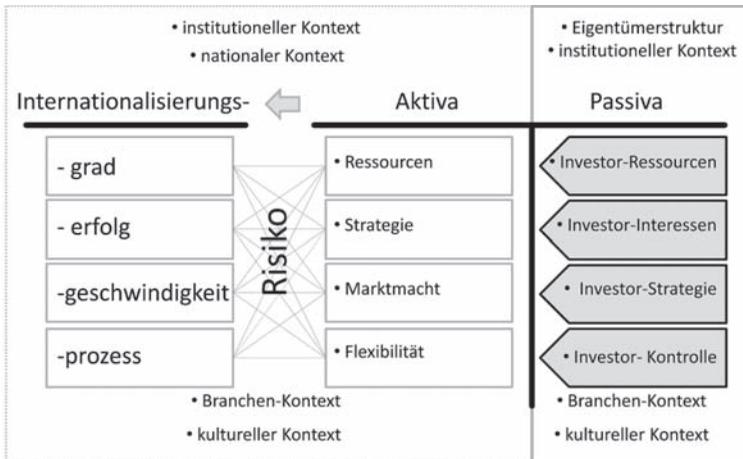


Abbildung 86: Ganzheitliche Betrachtung der Unternehmensinternationalisierung

Die Ergebnisse bestätigen, dass die neoklassische Brille, derer sich vieler IB Forscher/innen bedienen, eine Vereinfachung der Realität darstellt.¹⁰³⁴

1034 Forssbäck und Oxelheim (2008) S.630 beschreiben diese weit verbreitete Tradition passend als: "assuming that finance essentially follows fundamentals".

Kapitalmärkte sind – anders als in vielen IB-Forschungsbeiträgen implizit angenommen – keine vollkommenen Märkte. Zeitgenössische IB-Forschung, aber auch ein Großteil der Forschung zu strategischem Management, vernachlässigt,¹⁰³⁵ dass unter Bedingungen der Informationsasymmetrie Internationalisierungsschritte oder Strategien nicht finanzierbar sein können, auch wenn diese einen positiven Erwartungswert der Rendite aufweisen.¹⁰³⁶ Eine risikoadequate Finanzierung stellt daher eine *conditio sine qua non* jeder Innovations-, oder in dem vorliegenden Fall jeder Wachstums- und Internationalisierungsstrategie dar.

Mehr noch, finanzielle Mittel – wie allzu oft impliziert – sind kein homogenes, substituierbares Gut, sondern verkörpern Macht, Interessen, Ressourcen und Netzwerke der Kapitalgeber. Diese Faktoren beeinflussen Unternehmen in ihrem Wachstum und in noch höherem Ausmaß in ihrer Internationalisierung. Die Risikotragfähigkeit der Finanzierung determiniert den strategischen Handlungsspielraum eines Unternehmens. Insbesondere vor dem Hintergrund der aktuellen Veränderungen des Finanzsektors und der daraus resultierenden höheren Anforderungen an die Fremdfinanzierung sind KMU¹⁰³⁷ – aber in geringerem Ausmaß auch große multinationale Unternehmen – vermehrt gezwungen, auf innovative Finanzierungsformen zurückzugreifen, um ihr Wachstumspotenzial voll auszuschöpfen. Zukünftige IB-Forschung sollte weiter in die Vielfalt der passivseitigen Internationalisierung vordringen, neue Problemstellungen identifizieren, neue Finanzierungsinstrumente untersuchen, um diese schlussendlich in den überwiegend aktivseitigen Forschungsstand zu integrieren.

1035 Agmon (2006) S.575f.

1036 vgl. Agmon (2006) S.576.

1037 vgl. Tozzi (2009) S.4. Eine Ausführliche Analyse innovativer Finanzierungsformen zur Internationalisierung von KMU liefert Sitta (2011) in seiner Dissertation.

Implikationen für die PE-Forschung:

Auch im engeren Kontext der PE-Forschung ergeben sich wissenschaftstheoretische und methodische Implikationen. Für zukünftige PE-Forschung, so hat die vorliegende Studie gezeigt, verbleiben eine Vielzahl von Herausforderungen, die im Rahmen dieser Untersuchung nicht behandelt werden konnten.

Das im Rahmen der empirischen Analyse getestete passivseitige Einflussmodell kann nur als ein erster Schritt in Richtung einer holistischen Betrachtungsweise angesehen werden. Es ist die Aufgabe nachfolgender Forschung, das Modell zu ergänzen, zu verfeinern und im Rahmen von konfirmatorischen Analysen zu validieren. Umfassendere Studien müssen die Heterogenität der Investoren, deren Ressourcen, Interessen, Strategie und Verhaltensweisen besser abbilden.

Den nächsten Schritt stellt sodann die Verbindung der passivseitigen Einflüsse mit der aktivseitigen Betrachtung dar. Diese kann nur unter Berücksichtigung der behavioristischen Komponenten der Investor-PU-Beziehung und somit unter dem Blickwinkel des Change-Managements erfolgen. In welchen Kontexten, Situationen werden beispielsweise Investor-Ressourcen zu wertvollen Ressourcen, die in der Lage sind, einem individuellen Unternehmen einen nachhaltigen Wettbewerbsvorteil zu verleihen? Die vorliegende Arbeit lieferte Anzeichen für eine entscheidende Rolle der gegenseitigen Erwartungen im Rahmen der PE-PU-Beziehung. Eine derartige, dynamische Betrachtungsweise würde den Weg für neue Forschungsfelder eröffnen. So wäre es beispielsweise sinnvoll, das Beteiligungsmanagement um einen lerntheoretischen Aspekt zu erweitern¹⁰³⁸. Die aktive Einflussnahme von und intensive Zusammenarbeit mit einem PE-Investor stellt ein hohes Lernpotenzial für das internationalisierende PU dar.

Der dritte und ebenso wichtige Schritt ist die weiterführende Modellierung und Konkretisierung der Internationalisierungskomponente. Zukünftige Studien sollten komplexere (qualitative und quantitative) Maße

1038 Schließlich ist die zentrale Rolle des Lernprozesses im Rahmen der Internationalisierung spätestens seit den Erkenntnissen der Uppsala-Schule hinreichend belegt.

der Internationalisierung¹⁰³⁹ beinhalten und stärker zwischen unterschiedlichen Formen der Internationalisierung differenzieren.¹⁰⁴⁰ Besonders interessante Fragestellungen im PE-Kontext verspricht die Berücksichtigung von Internationalisierungserfolg, zumal zwischen den beiden Akteuren nicht zwangsläufig eine homogene Interessenslage vorherrscht.¹⁰⁴¹ So könnten beispielsweise die in der vorliegenden Arbeit nicht eindeutig falsifizierbaren bzw. bestätigten *Creative Destruction*- und Krisenresistenz-Hypothesen in einem größeren, internationalen Setting einer empirischen Prüfung unterzogen werden. Betrachtet man die Unternehmensinternationalisierung ganzheitlich, so ist es offensichtlich, dass es sich bei der Unternehmen-Markt-Beziehung nicht mehr um ein bipolares Konstrukt handelt, welches anhand eindimensionaler Distanzmaße (kulturell, institutionell oder wirtschaftlich) abbildbar ist. Ein Großteil der IB-Forschung zu interkulturellen Determinanten der Unternehmensinternationalisierung vernachlässigt beispielsweise die Möglichkeit, dass ein aktiver passivseitiger Investor dem Unternehmen helfen kann, die kulturelle Distanz zu überwinden.¹⁰⁴²

Noch komplexer und – so ist es die Überzeugung des Autors – weitaus praxisrelevanter als die interkulturelle Komponente ist der mediierende Einfluss, der aus der Internationalisierung resultierenden Risikokomponenten internationaler Geschäftstätigkeit.¹⁰⁴³ Letztendlich ist die Risikotragfähigkeit ein konstituierendes Element von PE. Wie beeinflusst die Beteiligung des Investors das Risikomanagement, die Risikowahrnehmung und das faktische Risiko? Diese Fragestellungen münden sogleich im Bereich des strategischen Finanz- und Risikomanagement und schließen somit wieder den Betrachtungskreislauf. Ironischerweise ist es nicht zuletzt eine finanzstrategische Entscheidung einen PE-Investor an Bord zu holen. Analog zu den Fragestellungen der Börsenplatzwahl, des *Multiple Listings* oder der Börsenreife für kotierte Unternehmen sollte sich die PE-Forschung somit den Fragestellungen der Investorenauswahl, der

1039 In Betracht zu ziehen wären, wie bereits genannt, der Index nach Ietto-Gillies (1998) S.26f, der Internationalisierungsindex nach Hassel et al. (2003) S.10f oder der Transnationality Index der UNCTAD (2009) S.24.

1040 Eine ähnliche Forderung artikuliert auch Lockett et al. (2008) S.56.

1041 vgl. George et al. (2005) S.214.

1042 vgl. Mäkelä (2004) S.29.

1043 vgl. Moser (2009) S.685f.

Syndizierung oder der unternehmensseitigen Voraussetzungen für PE nähern.

Methodische Diskussion und Implikationen:

Auf methodischer Ebene kombiniert die Arbeit explorative und konfirmatorische Methoden. Im Bereich der konfirmatorischen *Impact*-Analyse beschreitet sie überdies mit der Verwendung eines *Respondent-Match*-Untersuchungsdesigns methodisches Neuland.

Zwar ist die geringe Signifikanz des Mittelwertunterschiedes im Rahmen des *Respondent-Match*-Vergleichs auch auf die geringe absolute Stichprobengröße zurückzuführen, doch zeigt sie, dass immer noch kein zweifelsfreier Nachweis eines endogenen Wertbeitrages des PE-Investors vorhanden ist, wenngleich alle Anzeichen dafür sprechen. Weitere Studien sollten dementsprechend die Idee des *Respondent-Matchings* aufgreifen und einen weiteren empirischen Beleg anstreben. Die Verwendung des *Respondent-Matching*-Ansatzes hat den Vorteil, dass der *Matching*-Prozess ein breiteres inhaltliches Leistungsspektrum abdeckt, welches der Investmententscheidung des PE-Investors wohl eher nahekommt als objektive *Matching*-Verfahren, welche zumeist nur auf wenigen leicht messbaren Variablen beruhen. Eine weitere Möglichkeit für zukünftige *Impact*-Studien die Endogenitätsproblematik in seiner Gesamtheit zu erfassen wäre die Anwendung von hierarchischen Regressionsmodellen oder *Mixed-Effect-Linear-Models* bei größeren *Matched Sample* Studien. Diese würden eine vollständige Berücksichtigung der Gruppenstrukturen (Intraclass Varianz) erlauben.

Die Schwerpunktsetzung zukünftiger Forschung sollte jedoch explorativer Natur sein. In dieser Einschätzung stimmt der Autor mit Lockett et al. (2008) überein, die fordern:

*„Future research should provide a more nuanced understanding of the precise nature of VC resources in relation to internationalization activities.“*¹⁰⁴⁴

Die vorliegende Studie hat gezeigt, dass es mit bestehendem Wissen und verfügbarem theoretischen Rüstzeug nur unter Einschränkungen mög-

1044 Lockett et al. (2008) S.40.

lich ist, die Komplexität der Investor-PU-Beziehung in großzahligen quantitativen Studien abzubilden. Zukünftige PE-Forschung sollte sich daher – nach dem Vorbild von Mäkelä und Maula (2006) – *Grounded Theory*-Forschungsmethoden bedienen, um die passivseitige Unternehmensinternationalisierung im Allgemeinen, und die *Black Box* PE im Speziellen, sukzessive zu erschließen.

Als sekundärer Adressat der vorliegenden Arbeit ist die Unternehmenspraxis zu nennen, weshalb die Implikationen für diesen Adressatenkreis im folgenden Unterkapitel 6.3.2 in detaillierter Form diskutiert werden sollen.

6.3.2. Für die Unternehmenspraxis

Implikationen für die Unternehmenspraxis ergeben sich gemäß dem PE-Geschäftsmodell auf mindestens drei Ebenen.

Implikationen für Investoren in PE:

An oberster steht der Investor in den PE-Fonds. Aus Sicht dieses Personenkreises hat die Arbeit vor allem für Investoren, die gedenken, in einen PE-Fonds zu investieren, eine besondere Bedeutung. Die Möglichkeit eines endogenen Wertbeitrages durch den PE-Investor legt nahe, dass insbesondere jene Investoren renditeversprechend sind, die bereits über konkrete Erfahrungen verfügen.

Implikationen für PE-Investoren:

Aus Sicht der vorliegenden Arbeit viel relevanter sind die Implikationen der Ergebnisse für PE-Fonds. Angesichts des steigenden Wettbewerbes¹⁰⁴⁵ und der schwierigeren Bedingungen für *Leverage*-basierte Renditemaximierung,¹⁰⁴⁶ rücken endogene Werttreiber in den Vordergrund der Wertschöpfung. Wenngleich der relativ unterentwickelte österreichische PE-Markt noch nicht in hohem Ausmaße internem oder internationalem Wettbewerbsdruck ausgesetzt ist, werden die Harmonisierungsbestrebungen auf europäischer Ebene diesen mittelfristig erhöhen. Angesichts der geringen öffentlichen Wertschätzung sind österreichische

1045 vgl. Landau (2010) S.6f.

1046 vgl. Meerkatt et al. (2009) S.8 und Wade (2010) S.6.

PE-Fonds und der Branchenverband vor ungleich höhere Anforderungen in Bezug auf Öffentlichkeitsarbeit und *Investor Relations* gestellt.

Der konfirmatorische Nachweis bzw. die Möglichkeit eines positiven Wertbeitrages beinhaltet für einige Fonds zudem eine Umdeutung der eigenen Rolle und des eigenen Selbstbildes, vom klassischen Eigentümer hin zum Unternehmensentwickler. Insbesondere der höhere potenzielle Wertbeitrag im Rahmen der Internationalisierung fordert den Investoren eine stärkere internationale Vernetzung und internationales *Know-How* ab. Zudem müssen PE-Investoren die dynamischen, interaktiven Komponenten der Investor-PU-Beziehung, wie etwa die Rolle der individuellen Erwartungen, berücksichtigen.

Implikationen für potentielle PU:

Für potenzielle PU bedeuten die konfirmatorischen Befunde, dass PE-Investoren nicht – wie oft in Anlehnung an die berühmte Rede des ehemaligen deutschen SPD-Vorsitzenden Franz Müntefering pauschalisierend behauptet – Unternehmen „*abgrasen und weiterziehen*“, sondern Unternehmen mit Finanzierungsengpässen durchaus dabei helfen können, Wachstums- und Internationalisierungspotenzial zu realisieren. Selbstverständlich muss auch vor den Gefahren der Überschuldung der PU, des *Asset Stripping* und der manchmal durchaus notwendigen Reorganisation gewarnt werden.

Umso wichtiger ist es für PU, die Heterogenität potenzieller PE-Investoren zu kennen und dementsprechend in eine strategische Finanzierungsentscheidung für einen oder nötigenfalls mehrere PE-Investoren einzubinden. So sollte beispielsweise bereits vor Eingehen der Beteiligung Einigkeit über die beiderseitigen Erwartungen bestehen. Die Gegenüberstellung von *High Performance-PU* und *Low Performance-PU* offenbarte gravierende Unterschiede in den jeweiligen Erwartungshaltungen von PU und unterstreicht somit die Notwendigkeit für eine PU, sich dieser bewusst zu sein. Wie das Beispiel der vertraglichen *Governance-Strukturen* zeigt, kann eine Einflussnahme in einem Unternehmen als positiver Wertbeitrag, in einem anderen Fall als Behinderung angesehen werden.

Letztendlich hat die vorliegende Arbeit auch Implikationen für die anhaltende Diskussion um die Rolle des Staates in der Rahmensetzung für den Risikokapitalmarkt.

6.3.3. Für den Gesetzgeber

Die durchwegs positiven konfirmatorischen Befunde zugunsten einer Wachstumswirkung von PE legen nahe, dass die oftmals politisch instrumentalisierte pauschalisierende Verurteilung von Finanzinvestoren nicht der Wahrheit entspricht.

Förderung der Rahmenbedingungen am österreichischen Markt:

Demgegenüber steht eine weiterhin vergleichsweise Unterentwicklung des österreichischen Risikokapitalmarktes.¹⁰⁴⁷ Der Staat muss Rahmenbedingungen schaffen, in denen der endogene Wertbeitrag von PE-Investoren zu Gunsten von Wachstum und Internationalisierung maximiert wird. Die Verbesserung der Rahmenbedingungen soll hierbei den gesamten Fondszyklus von der Kapitalakquise, über die Fondsgestaltung bis hin zum *Exit* umfassen. Peneder et al. (2006) legen in ihrer Studie einen ganzen Maßnahmenkatalog direkter und indirekter Maßnahmen vor. Ihre Kritik fokussierte sich insbesondere auf die Errichtung adäquater Fondsstrukturen nach der EU-beihilfenrechtlich erzwungenen Abschaffung der Mittelstandsfinanzierungsgesellschaft mit 01.01.2008.¹⁰⁴⁸ Seit dem Jahr 2008 liegt der Entwurf des Kapitalmarktstärkungs- und Innovationsgesetzes (KMStIG 2008) und das darin enthaltene Investmentgesellschaften-Gesetzes (IGG) vor, hat aber noch nicht Eingang in das österreichische Rechtssystem gefunden, wodurch ein hohes Maß an Rechtsunsicherheit besteht.

1047 Peneder und Wieser (2002) S.28 und Peneder et al. (2006) S.58f. In einer durch die EVCA durchgeführten Studie zu den Rahmenbedingungen europäischer PE-Märkte erreichte Österreich im Jahr 2006 noch den 11. Platz und lag somit knapp über dem europäischen Durchschnitt. Vgl. EVCA (2006) S.13 und 18. In einer neueren Studie von Groh und Liechtenstein (2009) belegt Österreich bezüglich der Ländermarktattraktivität immerhin den 19. Rang weltweit. Vgl. Groh und Liechtenstein (2009) S.13.

1048 vgl. Peneder et al. (2006) S.78ff. Peneder et al. (2006) legen auch konkrete Vorschläge für eine Fund of Fund-Initiative sowie ein Co-Finanzierungsprogramm mit staatlicher Förderkomponente vor.

Dieses führt insbesondere dazu, dass bestehende PE-Fonds über ausländische Fondsstrukturen operieren, um die derzeitige Doppelbesteuerung in Österreich zu vermeiden. Heftig diskutiert wird der Gesetzesentwurf insbesondere wegen des vollkommenen Ausschlusses des gesamten *Buyout*-Segmentes (§ 1 Abs. 4 IGG) und der außerordentlich hohen Informations- und Veröffentlichungspflichten für zukünftige Investmentgesellschaften (§12 IGG).¹⁰⁴⁹ Angesichts der durchwegs positiven Belege für das Spätphasensegment scheint zumindest ersteres nicht gerechtfertigt. Neben der Schaffung fördernder Rahmenbedingungen sollten die exogene Wertschaffung und insbesondere die nicht nachhaltigen Renditemaximierungsstrategien, wie ein exzessiver *Debt-push-Down* oder Rekapitalisierungen durch PE-Investoren, reguliert bzw. überwacht werden.

Vermeidung eines Crowding Out Effektes bei der Förderung des Risikokapitalmarktes:

Durch die partielle Substituierbarkeit von staatlichen Fördermaßnahmen und privatem Risikokapital sind Fördermaßnahmen auf die Gefahr eines Verdrängungseffektes (*Crowding Out*) zu überprüfen.¹⁰⁵⁰ Ein Überangebot an Kapital würde sich in einer geringeren Rendite und somit in einer nachhaltigen Schädigung des Risikokapitalmarktes manifestieren. Dementsprechend sollte auch die oft artikulierte Forderung einer „explizite[n] Berücksichtigung von PE in den Veranlagungsrichtlinien institutioneller Investoren“¹⁰⁵¹ nur schrittweise erfolgen und es sollte sichergestellt werden, dass einem steigenden Angebot auch eine steigende Nachfrage seitens wachstumsfähiger Unternehmen gegenübersteht. Bei jeder direkten Fördermaßnahme muss sichergestellt werden, dass die regulierende Funktion des Marktes gewahrt bleibt¹⁰⁵². Einerseits reduziert die

1049 vgl. AVCO (2008) S.2ff.

1050 vgl. Peneder et al. (2006) S.64ff.

1051 vgl. Peneder et al. (2006) S.66.

1052 Ein Beispiel für bestehende direkte Förderinitiative stellt die Double Equity-Garantie des austria wirtschaftsservice dar, die Garantieübernahmen für KMU Wachstumsprojekte, welche mit einer Beteiligungsfinanzierung erfolgen. Durch die explizite Bindung der Förderungen an eine flankierende private Risikokapitalfinanzierung kann ein Crowding Out-Effekt verhindert werden. Die äußerst geringe Inanspruchnahme der Double Equity-Garantien in den letzten Jahren zeigt aber, wie schwierig ein direkter Eingriff auf Ebene der PU ist. Vgl. aws (2011).

EU-beihilfenrechtliche *De-minimis*-Regel die Höhe der Förderungsmöglichkeiten, andererseits stehen einem Förderprogramm hohe beidseitige, administrative Kosten gegenüber. Darüber hinaus erschwert die Vielzahl der verfügbaren Förderprogramme die Bekanntmachung und den Vertrieb.

Implikationen auf transnationaler Ebene:

Aufgabe der Europäischen Union hierbei ist es, den regionalen Ausgleich derartiger Ungleichgewichte und somit grenzüberschreitender Beteiligungen zu erleichtern. Ein einheitlicher Risikokapitalmarkt, wie bereits 2007 durch die Gründung der *Expert Group on Removing Obstacles to Cross-border Investments* angestrebt, sollte vorangetrieben werden.¹⁰⁵³ Zudem besteht erheblicher Aufholbedarf hinsichtlich der Ermöglichung grenzüberschreitender Beteiligungen.¹⁰⁵⁴ Internationale Beteiligungssyndizierung dient nicht nur dem Ausgleich von Marktungleichgewichten, sondern kann auch einen Mehrwert auf Ebene des Unternehmens darstellen. Zwar sind die empirischen Belege hierfür noch bestenfalls tentativer Natur, doch spricht darüber hinaus eine Reihe theoretischer Überlegungen für eine besondere Rolle grenzüberschreitender PE-Syndizierung im Rahmen der Unternehmensinternationalisierung.

Die eben diskutierten Implikationen sind jedoch selbstverständlich nicht absolut, sondern ihrerseits Einschränkungen unterworfen, die im folgenden Unterkapitel 6.4 noch einmal explizit offengelegt werden sollen.

6.4. Limitationen der Dissertation

Die vorliegende Studie folgt der wissenschaftstheoretischen Ideologie des kritischen Realismus. Demnach ist der Wertbeitrag von PE-Investoren nicht definitiv beweisbar. Die konfirmatorischen Belege der Studie bestätigen aber, dass Gegenteiliges auszuschließen ist, bis die Be-

1053 vgl. Europäische Kommission (2007b). Eine Initiative hierzu stellt die Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD), welche einheitliche Mindestanforderungen an das Management von PE-Fonds auf europäischer Ebene vorschreibt. Allerdings regelt die Direktive nur das Verhalten des Fondsmanagements und schafft keine einheitlichen Rahmenbedingungen bzw. europaweiten Fondsstrukturen.

1054 vgl. EVCA (2010b) S.6.

obachtungen durch eine andere Theorie erklärt werden können.¹⁰⁵⁵ Um diese Möglichkeit einer alternativen Erklärung zu unterstreichen, soll im Folgenden noch einmal auf die Limitationen der Studie hingewiesen werden.

Übertragbarkeit der Ergebnisse:

Eine erste Limitation betrifft die Übertragbarkeit der Ergebnisse. Die vorliegende Studie bezieht sich nur auf den österreichischen Markt. Wenngleich die Literaturanalyse eine überwiegende Übereinstimmung mit Studien anderer Ländermärkte nahelegt, können insbesondere die explorativen Ergebnisse nicht ohne weiteres auf andere Ländermärkte übertragen werden. Dasselbe gilt für den Analogieschluss auf das VC-Segment. Darüber hinaus erfolgte der Befund ex-post und es kann nicht von einer zwangsläufigen Übertragbarkeit auf die Zukunft ausgegangen werden.

Methodische Limitationen:

Methodisch spricht die Konsistenz der Ergebnisse über alle sechs Analyseschritte für eine hohe Reliabilität der Befunde¹⁰⁵⁶. Dennoch ist keines der angewendeten Verfahren in der Lage, alle möglichen konfundierenden Effekte vollkommen zu kontrollieren. Exemplarisch sei hier nur der Trade-off zwischen inhaltlichem Leistungsspektrum und objektiver Messung bei der Entscheidung für subjektive oder objektive Wirkungsmaße genannt. Einen zweiten Trade-off stellt die Endogenität jedes *PE-Samples* dar. Wenngleich diese mit statistischen Mitteln und mit *Case-Control*-Untersuchungsdesigns reduziert werden kann, kann sie dennoch nicht vollends ausgeschlossen werden, zumal viele Endogenität verursachende Faktoren unbekannt, oder nur unter erheblichen Einschränkungen messbar sind.

Repräsentativität der Ergebnisse:

Weitere Einschränkungen sind hinsichtlich der Repräsentativität der Ergebnisse zu nennen. Wenngleich der konfirmatorische Beleg nahezu auf

1055 vgl. Schülein und Reitze (2002) S.149.

1056 Bei allen Analysen wurden konservative Testniveaus verwendet und die Problematik der Alphafehler-Kumulierung berücksichtigt.

eine Datenabdeckung von 70% zurückgreifen kann, so gibt es keine Möglichkeit, einen *Respondent-Bias* durch die verbleibenden 30% der fehlenden Beobachtungen auszuschließen. In der explorativen Studie liegt die Rücklaufquote mit 34% noch geringer, wenngleich in Relation zu vergleichbaren Studien immer noch sehr hoch. Die geringe absolute Rücklaufquote der explorativen Untersuchung erlaubt vorerst noch keine Beurteilung der Güte des Wirkungsmodells und keine kausalanalytischen Tests.

Qualität des Datenmaterials:

Eine letzte Einschränkung gilt der Qualität der Daten. Zwar wurde mit Hilfe einer Kombination primärer und sekundärer Erhebungsmethoden versucht, einen *Common Method* bzw. *Single Source Bias* zu verhindern, doch muss in beiden Fällen davon ausgegangen werden, dass die Angaben der Befragten bzw. der Datenbank richtig bzw. unverfälscht sind.

Nach Offenlegung der Einschränkungen und Limitationen sollen im abschließenden Unterkapitel 6.5 noch einmal explizit die eingangs postulierten Forschungsfragen in komprimierter Form beantwortet werden um so den dramaturgischen Kreis der vorliegenden Arbeit zu schließen.

6.5. Abschließende Beantwortung der Forschungsfragen

Haben PE-Investoren einen messbaren Einfluss auf das Wachstum der finanzierten PU?

- Die vorliegende Untersuchung liefert unter Anwendung unterschiedlicher Verfahren positive Belege für einen positiven Wachstumsbeitrag von PE-Investoren in Bezug auf Umsatzwachstum.
- Die Ergebnisse in Bezug auf Mitarbeiterwachstum sind zwar insgesamt positiv, halten aber einer Kontrolle der Endogenität des Samples nicht stand, wodurch nicht ausgeschlossen werden kann, dass das erhöhte Wachstum durch die Selektion wachstumsstarker Unternehmen durch den PE-Investor zustande kommt.
- Auf methodischer Ebene legt die vorliegende *Impact*-Studie allerdings nahe, dass bestehende *Impact*-Studien, die sowohl Frühphasen als auch Spätphasen Investitionen berücksichtigen, durch Le-

benszyklus-Effekte verzerrt sind und somit einen positiven *Bias* zugunsten von PE-Investoren aufweisen.

Haben PE-Investoren einen messbaren Einfluss auf die Internationalisierung der finanzierten PU?

- PE-finanzierte PU weisen ein überdurchschnittliches Wachstum im Vergleich zur Gesamtwirtschaft auf.
- Über den Betrachtungszeitraum wies sowohl die Exporttätigkeit als auch die Direktinvestitionstätigkeit einen starken Anstieg auf. Allerdings kann auf Basis der vorliegenden Daten nicht festgestellt werden, ob es sich bei dieser Beobachtung um ein Resultat der Selektion handelt, oder um einen aktiven Beitrag des PE-Investors.
- Die subjektive Einschätzung der befragten PU stützt jedoch die *Value-Added-Hypothese*.

Welche konkreten Wirkungszusammenhänge oder -instrumente lassen sich identifizieren und wie sehen deren konkrete Einflüsse auf die PU aus?

- In dem vorliegenden Sample überwiegt die Finanzierungsfunktion des PE-Investors. Der Investor stellt Kapital zur Verfügung, das direkt und indirekt zur Realisierung von Wachstumsoptionen beiträgt. Darüber hinaus stellt er Finanzierungs-*Know-How* zur Verfügung.
- Sowohl die vertraglichen *Governance*-Instrumente als auch das vom PE-Investor durchgeführte Monitoring liefern – zumindest im in der Wahrnehmung der Befragten PU Manager – keinen subjektiv empfundenen Mehrwert.
- In Bezug auf *Value-Added-Services* liefert die Untersuchung äußerst differenzierte Ergebnisse. Während Netzwerkkontakte und Hilfe bei der strategischen Neuausrichtung des PU insbesondere im Internationalisierungskontext als positiv empfunden werden, attestieren die PU Manager den PE-Investoren in Bezug auf Reputation und Branchen-*Know-How* sogar einen negativen Wertbeitrag zum heimischen Wachstum.
- Die Untersuchung liefert auch Anzeichen dafür, dass PE-Investoren im Zuge der Unternehmensinternationalisierung einen

positiveren Wertbeitrag aufweisen als in etablierten Märkten. Dieses Ergebnis legt in weiterer Folge nahe, dass PE-Investoren in unterschiedlichen Kontexten unterschiedliche Rollen und Aufgaben übernehmen. Das Ergebnis legt auch nahe, dass das Investoren spezifische Ressourcen- und *Know-How-Setting* entscheidend für das Entfalten eines positiven Wachstumseffekt sind.

Welches sind die entscheidenden Wirkungsdeterminanten und wie lässt sich die Wirkung auf das Unternehmenswachstum und die -internationalisierung erklären?

- Die Untersuchung zeigte in eindeutiger Art und Weise die zentrale Rolle der Endogenität in der PE Forschung. In allen Modell-Spezifikationen lieferten die Wachstumsvariablen vor Einstieg des PE-Investors einen hohen Erklärungsbeitrag für die spätere Performance.
- Umgekehrt lieferte die Analyse aber auch Anzeichen für einen umgekehrten, unternehmensseitigen Selektionseffekt. Demnach sind nicht alle potentiellen PU auch bereit einen PE-Investor an Bord zu nehmen, was in bisherigen Studien überwiegend außer Acht gelassen wurde.
- Die *In-Sample*-Analyse zeigte ein erhöhtes Wachstum syndizierter PE-Investitionen. Über die konkrete Richtung der Kausalität kann auf Basis des vorliegenden *Samples* jedoch keine Aussage getroffen werden. Die Höhe der Beteiligung und die Herkunft des Investors lieferten keine signifikanten Ergebnisse in dem vorliegenden *Sample*.
- Zu guter Letzt unterstreicht der Vergleich zwischen *High-Performer-PU* und *Low Performer-PU* die Rolle der gegenseitigen Erwartungen der beiden Parteien als Determinante des subjektiv empfundenen Wertbeitrages.

Anhänge

| | |
|---|-----|
| Anhang 1: Deskriptive Auswertung der Ergebnisse der Identifizierten <i>Impact</i> -Studien..... | 342 |
| Anhang 2: Fragebogen Portfoliounternehmen | 343 |
| Anhang 3: Variablenverzeichnis | 349 |

Das Original der vorliegenden Dissertation beinhaltet einen umfangreichen Anhang mit den Protokollen der statistischen Auswertung sowie umfangreichen Details zur Literaturlauswertung. Aus Kosten- und Praktikabilitätsgründen wurde in der vorliegenden Ausgabe auf einen ausführlichen Anhang verzichtet.

Bei Interesse wenden Sie sich bitte an:

Dr. Jakob Müllner

Wirtschaftsuniversität Wien

Institut für BWL des Außenhandels

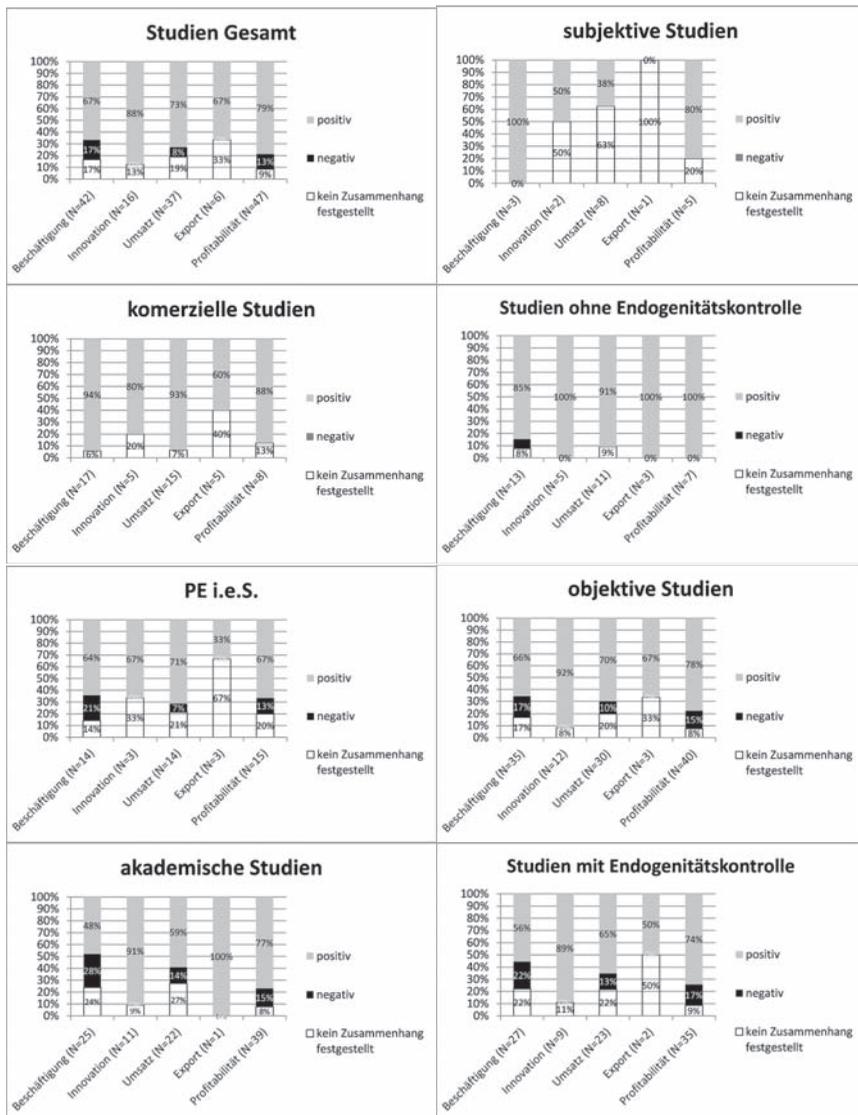
Althanstraße 51

1090 Wien

oder per Mail an:

jakob.muellner@wu.ac.at

Anhang 1: Deskriptive Auswertung der Ergebnisse der Identifizierten Impact-Studien



Anhang 2: Fragebogen Portfoliounternehmen



Die Wirkung von Private Equity Investoren auf Wachstum und Internationalisierung der finanzierten Unternehmen

| | |
|------------------------------------|---|
| Geeigneter Ansprechpartner: | Der Fragebogen richtet sich an jene Person in Ihrem Unternehmen, die am engsten in Kontakt mit dem Private Equity und Venture Capital Investor steht bzw. stand (typischerweise der Geschäftsführer oder Leiter des Bereiches Finanzen/Investor Relations). |
| Rücksendung: | Bitte senden Sie den Fragebogen an das Mag. Jakob Müllner Institut für BWL des Außenhandels Althanstraße 51 1090 Wien Oder per Fax an +43-1-313 36-90 4374 |
| Rückfragen: | Mag. Jakob Müllner +43-1-313 36 4374 Die der Studie zugrundeliegenden Begriffsdefinitionen finden Sie im Anhang an diesen Fragebogen. Relevante Begriffe im Fragebogen sind kursiv dargestellt. |
| Ziel der Studie: | Durch die Befragung möchten wir Ihre positiven und negativen Erfahrungen mit Private Equity und Venture Capital Investoren untersuchen und den Einfluss von Kapitalgebern auf das Unternehmenswachstum sowie die Internationalisierung des Unternehmens erheben. |
| Zeitaufwand: | Die Befragung nimmt ca. 30 Minuten in Anspruch. |
| Garantierte Anonymität: | Ihre Daten werden vertraulich behandelt. Die Ergebnisse werden ausschließlich anonym und aggregiert ausgewertet. |
| Kontaktdaten? | Ihre Kontaktdaten und Unternehmensdaten stammen aus eigenständiger Internetrecherche. |

Ausschlußfragen und Angaben zur Person:

Ist Ihr Unternehmen international tätig? ja nein

Welcher Private Equity Investor (PE) war an Ihrem Unternehmen beteiligt? _____

Welche Position besetzen Sie in diesem Unternehmen? _____

Wie lange sind bereits Sie für das Unternehmen tätig? _____

Angaben zum Beteiligungsverhältnis:

1. In welchem Jahr erfolgte der Einstieg des **ersten** PE Investors? _____
2. Aus welchem Finanzierungsanlaß erfolgte der Einstieg des PE Investors damals?
 - Seed/start-up Finanzierung
 - Expansionsfinanzierung
 - Buyout (Nachfolge, MBO, Übernahme)
 - Turnaround (Restrukturierung)
3. Wie viele *Finanzierungsrunden* fanden statt? _____
4. In welchem Jahr haben Sie zuletzt eine Finanzierung erhalten? _____
5. Wie viele PE Investoren waren insgesamt an Ihrem Unternehmen beteiligt? _____
6. In welchem Jahr erfolgte der Ausstieg (wenn bereits erfolgt)? _____
7. War zumindest einer der Investoren in Ihrem Unternehmen ein nicht-österreichischer Investor?
 - ja
 - nein
8. Hielten der/die PE Investor/en insgesamt einen Mehrheitsanteil an Ihrem Unternehmen?
 - ja
 - nein

-
9. Welches Unternehmen würden Sie als Ihren größten Konkurrenten in Ihrem umsatzstärksten **Kernmarkt** bezeichnen?

-
10. Wie haben sich im Vergleich zur Entwicklung vor Einstieg des PE Investors folgende Kennzahlen seit dem Einstieg des Investors entwickelt?

| Unternehmenskennzahl | stark erhöht | erhöht | unverändert | reduziert | stark reduziert |
|---|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| Umsatz | <input type="checkbox"/> |
| EGT | <input type="checkbox"/> |
| Anteil des ausländischen Umsatz am Gesamtumsatz | <input type="checkbox"/> |
| Mitarbeiter/innen | <input type="checkbox"/> |
| <i>Mitarbeiter/innen im Ausland</i> | <input type="checkbox"/> |
| Anzahl der Exportmärkte | <input type="checkbox"/> |
| Anzahl der <i>Auslandsniederlassungen</i> | <input type="checkbox"/> |

11. Geben Sie zu den folgenden Statements Ihre persönliche Einschätzung ab

| | stimme voll zu | stimme zu | kein Einfluss | stimme nicht zu | stimme keinesfalls zu |
|--|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| Der PE Investor hat insgesamt einen positiven Einfluss auf den Internationalisierungsgrad des Unternehmens . | <input type="checkbox"/> |



| | | | | | |
|---|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| Durch den Einstieg des PE Investors erweiterten sich die geographischen Möglichkeiten des Unternehmens. | <input type="checkbox"/> |
| Ohne den PE Investor wäre die Internationalisierung in dieser Geschwindigkeit nicht möglich gewesen. | <input type="checkbox"/> |

12. Strategische Ausrichtung

Wie hat sich die Unternehmensstrategie seit dem Einstieg des PE Investors verändert?

| | stark erhöht | erhöht | unverändert | reduziert | stark reduziert |
|----------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| Internationale Ausrichtung | <input type="checkbox"/> |
| Wachstumsorientierung | <input type="checkbox"/> |
| Risikobereitschaft | <input type="checkbox"/> |

Operative Einflussnahme durch PE Investor allgemein: Die folgenden Fragen beziehen sich auf Ihre persönlichen Erfahrungen mit Ihrem PE Investor/en

13. Beurteilen Sie die Auswirkungen der Finanzierung des PE Investors auf das Wachstum des Unternehmen anhand folgender Aussagen:

| | sehr positiv | positiv | keinen | negativ | sehr negativ |
|--|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| Der PE Investor erhöht die Möglichkeiten zusätzliches Eigenkapital zu akquirieren. | <input type="checkbox"/> |
| Der PE Investor erhöht die Möglichkeit zusätzliches Fremdkapital aufzunehmen. | <input type="checkbox"/> |
| Der PE Investor bringt Finanzierungs Know-How ein und verbessert die Finanzierung (Bsp. Working capital Management). | <input type="checkbox"/> |
| Der PE Investor erhöht die Möglichkeiten der Übernahme ökonomischer Risiken und den finanziellen Spielraum. | <input type="checkbox"/> |

14. Beurteilen Sie die Auswirkungen des Monitorings und der Governance des PE Investors auf das Wachstum des Unternehmen anhand folgender Aussagen:

| | sehr positiv | positiv | keinen | negativ | sehr negativ |
|---|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| Der PE Investor implementiert finanzielle Anreize (erfolgsabhängige Entlohnung) und fördert Unternehmenswachstum. | <input type="checkbox"/> |
| Der PE Investor implementiert vertragliche Kontroll- und Interventionsrechte und erhöht das Unternehmenswachstum. | <input type="checkbox"/> |



| | | | | | |
|---|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| Der PE Investor implementiert Reporting und Controlling Prozesse zur Unterstützung des Unternehmenswachstums. | <input type="checkbox"/> |
|---|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|

15. Beurteilen Sie die Auswirkungen der „Value Added Services“ des PE Investors auf das Wachstum des Unternehmen anhand folgender Aussagen:

| | sehr positiv | positiv | keinen | negativ | sehr negativ |
|--|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| Der PE Investor unterstützt die Professionalisierung des Managements. | <input type="checkbox"/> |
| Der PE Investor ist aktiv an der Formulierung einer Wachstumsstrategie beteiligt. | <input type="checkbox"/> |
| Der PE Investor bringt Brancheninformationen und Erfahrungen in das Unternehmen mit ein. | <input type="checkbox"/> |
| Der PE Investor nimmt Einfluss auf die Besetzung von Managementpositionen innerhalb des Unternehmens. | <input type="checkbox"/> |
| Der PE Investor leistet direkt oder indirekt mit seiner Reputation einen Beitrag zur Kundenakquisition. | <input type="checkbox"/> |
| Der PE Investor bringt wertvolle Kontakte zu Investoren, Beratern und möglichen Kooperationspartnern in das Unternehmen ein. | <input type="checkbox"/> |

Nennen Sie weitere Bereiche operativer Einflussnahme des PE Investors mit starkem Effekt auf das Unternehmen:

16. Auswirkungen der operativen Einflussnahme auf die Internationalisierung

Beurteilen Sie welchen Einfluss die folgenden Beiträge des PE Investors auf das Ausmaß und die Geschwindigkeit der Internationalisierung Ihres Unternehmens haben?

| | sehr positiv | positiv | keinen | negativ | sehr negativ |
|---|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| Zusätzliches Eigenkapital | <input type="checkbox"/> |
| Verbesserter Zugang zu Fremdkapital | <input type="checkbox"/> |
| Finanzielles Know-How des PE Investors | <input type="checkbox"/> |
| Möglichkeit eines höheren unternehmerischen Risikos | <input type="checkbox"/> |

17. Beurteilen Sie welchen Einfluss die folgenden Governance und Monitoring Beiträge des PE Investors auf das Ausmaß und die Geschwindigkeit der Internationalisierung Ihres Unternehmens haben?

| | sehr positiv | positiv | keinen | negativ | sehr negativ |
|--|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| | <input type="checkbox"/> |



| | | | | | |
|--|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| Internationalisierungsbezogene Reporting und Controlling Systeme | <input type="checkbox"/> |
|--|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|

18. Beurteilen Sie welchen Einfluss die folgenden „Value Added Services“ des PE Investors **auf das Ausmaß und die Geschwindigkeit der Internationalisierung** Ihres Unternehmens haben?

| | sehr positiv | positiv | keinen | negativ | sehr negativ |
|--|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| Professionalere Steuerung durch effizientere Management Systeme | <input type="checkbox"/> |
| Unterstützung bei der Formulierung einer Internationalisierungsstrategie | <input type="checkbox"/> |
| Wertvolle internationale Brancheninformationen und Erfahrungen | <input type="checkbox"/> |
| Auswahl von Mitarbeitern mit internationaler Erfahrung | <input type="checkbox"/> |
| Reputation des PE Investors erleichtert Akquisition von ausländischen Kunden und Lieferanten | <input type="checkbox"/> |
| Wertvolle internationale Kontakte zu Investoren, Beratern und Kooperationspartnern | <input type="checkbox"/> |

Nennen Sie bitte weitere Bereiche operativer Einflussnahme des PE Investors, welche die Internationalisierung des Unternehmens fördern oder hemmen?

19. Wie veränderte sich die relative Bedeutung der folgenden **Markteintrittsstrategien** seit dem Einstieg des PE Investors?

| | stark erhöht | erhöht | keine Änderung | verringert | stark verringert |
|--|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| Direkter Export oder indirekter Export | <input type="checkbox"/> |
| Lizenzvergabe oder Vertragsfertigung | <input type="checkbox"/> |
| Joint-venture | <input type="checkbox"/> |
| 100% Tochtergesellschaft | <input type="checkbox"/> |
| Agenten | <input type="checkbox"/> |
| Vertriebsniederlassungen | <input type="checkbox"/> |

20. Geben Sie bitte abschließend Ihre persönliche Einschätzung zum **Mehrwert von PE** ab:

| | trifft voll zu | trifft zu | weiß nicht | trifft nicht zu | trifft gar nicht zu |
|--|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| PE hat einen Mehrwert für das finanzierte Unternehmen. | <input type="checkbox"/> |



23. Welche weiteren negativen und positiven Auswirkungen hatte der PE Investor auf das Unternehmen

24. Haben Sie weitere Anmerkungen zu den im Fragebogen angesprochenen Themenbereichen?

Vielen Dank für die Teilnahme! Wenn Sie an einer Zusendung der Ergebnisse der Untersuchung interessiert sind, geben Sie bitte Ihre Email-Adresse hier an:



Anhang 3: Variablenverzeichnis

| Konstrukt | Abkürzung | Erklärung |
|--|---------------------------|---|
| Performancevariablen | UM _{t-1 bis t6} | jährliche Umsatzwachstumsraten (nach Jahr 1-6 der Beteiligung) |
| | UM ₂₀₀₃₋₂₀₀₉ | jährliche Umsatzwachstumsraten (nach Kalenderjahr 2002-2003) |
| | CAGR_UM | jährliche Wachstumsrate über den gesamten Betrachtungszeitraum |
| | MA _{t-1 bis t6} | jährliche Beschäftigungswachstumsraten (nach Jahr 1-6 Beteiligung) |
| | MA ₂₀₀₃₋₂₀₀₉ | jährliche Beschäftigungswachstumsraten (nach Kalenderjahr 2002-2003) |
| | CAGR_MA | jährliche Beschäftigungswachstumsraten über gesamten Betrachtungszeitraum |
| | EGT _{t-1 bis t6} | Ergebnis gewöhnlicher Geschäftstätigkeit (nach Jahr 1-6 der Beteiligung) |
| Kontrollvariablen | Alter | Alter der PU in Jahren |
| | Dauer | Dauer der Beteiligung in Jahren |
| | Einstieg_Jahr | Einstiegsjahr des PE-Investors (zentralisiert) |
| | Inland_Ausland | <i>Dummy</i> inländischer Investor vs. ausländischer Investor |
| | Min_Mehr | <i>Dummy</i> Mehrheitsbeteiligung vs. Minderheitsbeteiligung |
| | SYN | <i>Dummy</i> syndiziertes Investment |
| | BR ₁₋₆ | <i>Dummy</i> Branche ÖNACE 1-Steller |
| | BR _{25-2x} | <i>Dummy</i> Branche ÖNACE 2-Steller |
| | J ₂₀₀₄₋₂₀₀₉ | <i>Dummy</i> Kalenderjahr |
| | PEvsDB | <i>Dummy</i> PE-Investor vs. Datenbank-Match |
| | PEvsRM | <i>Dummy</i> PE-Investor vs. Respondent-Match |
| Kennzeichnung der Variablen: t-1-t ₆ = Jahr 1 vor bis maximal 6 der Beteiligung | | |

Tabelle 19: Variablenverzeichnis und Beschreibung

Literaturverzeichnis

- A.T. Kearney (2007): "Creating Jobs and Value with Private Equity - All Companies Can Learn from the Strategies Employed by PE Firms"; A.T. Kearney; A.T. Kearney Research Papers, Chicago.
- Abbott, C. C. und Zuckert, E. M. (1941): "Venture Capital and Taxation"; In: *The Quarterly Journal of Economics*; Vol. 55, Iss. 4; S. 667-682.
- Acharya, V. V., et al. (2009a): "Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity"; Centre for Economic Policy Research; CEPR Discussion Paper. No. 7242, London.
- Acharya, V. V., et al. (2009b): "Private Equity vs. PLC Boards in the U.K.: A Comparison of Practices and Effectiveness"; In: *Journal of Applied Corporate Finance*; Vol. 21, Iss. 1; S. 45-56.
- Achleitner, A.-K. (2009): "Wertschöpfung in Private Equity nicht nur von Fremdkapital abhängig"; Capital Dynamics; Centre for Entrepreneurial and Financial, Medienmitteilung, Frankfurt am Main.
- Achleitner, A.-K., et al. (2009a): "Do Corporate Governance Motives Drive Hedge Funds and Private Equity Activities?"; Working Paper: SSRN eLibrary.
- Achleitner, A.-K., et al. (2009b): "Investment Rationales of Hedge Funds and Private Equity Funds in the German Stock Market"; Working Paper: SSRN eLibrary.
- Achleitner, A.-K., et al. (2009c): "Wertsteigerungshebel in Private Equity-Transaktionen"; Centre For Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS) and Capital Dynamics Consultants; München.
- Achleitner, A.-K., et al. (2006): "Der Beitrag von Private Equity und Venture Capital zur Beschäftigung in Europa"; In: *Finanz Betrieb*; Vol. 3, Iss. S. 140-146.
- Achleitner, A.-K. und Klöckner, O. (2005): "Employment Contribution of Private Equity and Venture Capital in Europe"; European Venture Capital Association and the Center for Entrepreneurial and Financial Studies; Brüssel.
- Achleitner, A.-K. und Nathusius, E. (2004): "Venture Valuation - Bewertung von Wachstumsunternehmen klassische und neue Bewertungsverfahren mit Beispielen und Übungsaufgaben"; Schäffer-Poeschel Verlag; Stuttgart.

- Achleitner, A.-K., et al. (2008): "Private Equity in Familienunternehmen (Erfahrungen mit Minderheitsbeteiligungen)"; Working Paper: SSRN eLibrary.
- Admati, A. R. und Pfleiderer, P. (1994): "Robust Financial Contracting and the Role of Venture Capitalists"; In: *Journal of Finance*; Vol. 49, Iss. 2; S. 371-402.
- AFIC (2008a): "Buyouts Create Jobs in France"; Association Francaise des Investisseurs en Capital; Paris.
- AFIC (2008b): "The Growth Trends of Portfolio Companies in French Private Equity Funds"; Association Francaise des Investisseurs en Capital; Paris.
- Aghion, P. und Bolton, P. (1992): "An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting"; In: *The Review of Economic Studies*; Vol. 59, Iss. 200; S. 473 - 495.
- Agmon, T. (2006): "Bringing Financial Economics into International Business Research: Taking Advantage of a Paradigm Change"; In: *Journal of International Business Studies*; Vol. 37, Iss. 5; S. 575-577.
- Akerlof, G. A. (1970): "The Market for 'Lemons' Quality Uncertainty and the Market Mechanism"; In: *Quarterly Journal of Economics*; Vol. 84, Iss. 3; S. 488-500.
- Albach, H. (1981): "Finanzkraft und Marktbeherrschung"; J.C.B Mohr Verlag (Paul Siebeck) Tübingen.
- Albach, H., et al. (1986): "Finanzierung mit Risikokapital"; C.E. Poeschel Verlag Stuttgart.
- Albers, S. (2007): "Methodik der empirischen Forschung - 2. überarbeitete Auflage"; Gabler Verlag; Wiesbaden.
- Altman, E. und Sabato, G. (2005): "Effects of the New Basel Capital Accord on Bank Capital Requirements for Smes"; In: *Journal of Financial Services Research*; Vol. 28, Iss. 1-3; S. 15-42.
- Amess, K. (2002): "Management Buyouts and Firm-Level Productivity: Evidence from a Panel of UK Manufacturing Firms"; In: *Scottish Journal of Political Economy*; Vol. 49, Iss. 3; S. 304-317.

- Amess, K. (2003): "The Effect of Management Buyouts on Firm-Level Technical Inefficiency: Evidence from a Panel of UK Machinery and Equipment Manufacturers"; In: *Journal of Industrial Economics*; Vol. 51, Iss. 1; S. 35-44.
- Amess, K., et al. (2008): "What are the Wage and Employment Consequences of Leveraged Buyouts, Private Equity and Acquisitions in the UK?"; Working Paper: SSRN eLibrary.
- Amess, K. und Wright, M. (2007a): "The Wage and Employment Effects of Leveraged Buyouts in the UK"; In: *International Journal of the Economics of Business*; Vol. 14, Iss. 2; S. 179-195.
- Amess, K. und Wright, M. (2007b): "Barbarians at the Gate? Leveraged Buyouts, Private Equity and Jobs"; Working Paper: SSRN eLibrary.
- Amit, R., et al. (1998): "Why Do Venture Capital Firms Exist? Theory and Canadian Evidence"; In: *Journal of Business Venturing*; Vol. 13, Iss. 6; S. 441-466.
- Amit, R., et al. (1990): "Does Venture Capital Foster the Most Promising Entrepreneurial Firms?"; In: *California Management Review*; Vol. 32, Iss. 3; S. 102 - 111.
- Anand, B. und Pisorski, M. (2001): "Money Can't Buy Me Love - Financial Resources, Network Positions in the Formation of Venture Capital Syndication"; Working Paper; Harvard University; Cambridge.
- Anders, G. (1992): "The 'Barbarians' in the Boardroom"; In: *Harvard Business Review*; Vol. 70, Iss. 4; S. 79-87.
- Andersen, O. und Buvik, A. (2002): "Firms' Internationalization and Alternative Approaches to the International Customer/Market Selection"; In: *International Business Review*; Vol. 11, Iss. 3; S. 347-363.
- Anslinger, P., et al. (2000): "Doing the Spin-Out "; McKinsey Quarterly, London.
- Anson, M. J. P. (2002): "The Handbook of Alternative Assets"; John Wiley & Sons, Ltd.; New York.
- Arbeitskreis Finanzierung der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft (2006): "Eine empirische Untersuchung zur Veräußerung von Konzernteilen

- an Private-Equity-Investoren"; In: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*; Vol. 2, Iss. 1; S. 235-264.
- ASCRI (2010): "Economic and Social Impact of the Private Equity Activity in Spain 2010"; Asociacion Espanola De Entidades De Capital-Riesgo; Madrid.
- Asel, J. A. (2008): "Wertgenerierung und Steuerung von Portfoliounernehmen durch Private Equity und Venture Capital Investoren - Eine empirische Untersuchung des österreichischen PE/VC Marktes"; Diplomarbeit; Wirtschaftsuniversität Wien; Institut für Unternehmensführung; Wien.
- Asquith, P. und Wizman, T. A. (1990): "Event Risk, Covenants, and Bondholder Returns in Leveraged Buyouts"; In: *Journal of Financial Economics*; Vol. 27, Iss. 1; S. 195-213.
- AVCO (2004): "Investor Relations Richtlinien"; Austrian Private Equity and Venture Capital Association; Entwurf zur Begutachtung, Wien.
- AVCO (2008): "Stellungnahme der AVCO zum Entwurf Kapitalmarktstärkungs- und Innovationsgesetz 2008 (Kmtlg 2008)"; Policy Brief; Austrian Private Equity and Venture Capital Organisation; Wien.
- AVCO (2009): "Private Equity Fundraising"; Austrian Private Equity and Venture Capital Organisation; Jahresbilanz, Wien.
- aws (2009): "Expansionskapital für den österreichischen Mittelstand"; austria wirtschaftsservice; Wien.
- Axelson, U., et al. (2007a): "Leverage and Pricing in Buyouts: An Emirical Analysis"; Working Paper; Stockholm School of Economics; Stockholm.
- Axelson, U., et al. (2007b): "Why Are Buyouts Levered: The Financial Structure of Private Equity Funds"; NBER Working Paper Series; Washington.
- Bachl, R. (2009): "Einführung in die Unternehmensbewertung"; LexisNexis-Verlag, ARD Orac; Wien.
- Bachmann, A. (2009): "Subjektive versus objektive Erfolgsmaße"; In: Albers, Sönke, et al. [Hrsg.] *"Methodik der empirischen Forschung"*; Gabler Verlag; Wiesbaden.

- Backhaus, K., et al. (1994): "Multivariate Analysemethoden: eine anwendungsorientierte Einführung - siebte, vollständig überarbeitete Auflage"; Springer Verlag; Heidelberg.
- Bacon, N., et al. (2004): "Management Buyouts and Human Resource Management"; In: *British Journal of Industrial Relations*; Vol. 42, Iss. 2; S. 325-347.
- Bader, H. (1996): "Private Equity als Anlagekategorie -Theorie, Praxis und Portfoliomanagement für institutionelle Investoren"; Dissertationschrift; St. Gallen, Hochschule für Wirtschafts-, Rechts u. Sozialwissenschaft; St. Gallen.
- Bagozzi, R. P., et al. (1991): "Assessing Construct Validity in Organizational Research"; In: *Administrative Science Quarterly*; Vol. 36, Iss. 3; S. 421-458.
- Baker, G. P. (1992): "Beatrice: A Study in the Creation and Destruction of Value"; In: *The Journal of Finance*; Vol. 47, Iss. 3; S. 1081-1119.
- Baker, G. P. und Montgomery, C. A. (1994): "Conglomerates and LBO Associations: A Comparison of Organizational Forms"; Working Paper; Harvard Business School; Cambridge.
- Baker, G. P. und Wruck, K. H. (1989): "Organizational Changes and Value Creation in Leveraged Buyouts : The Case of the O.M. Scott & Sons Company"; In: *Journal of Financial Economics*; Vol. 25, Iss. 2; S. 163-190.
- Bamberger, I. und Wrona, T. (2002): "Handbuch internationales Management"; Gabler Verlag; Wiesbaden.
- Bance, A. (2004): "Why and How to Invest in Private Equity"; European Private Equity & Venture Capital Association; Investor Relations Committee Paper, Zavantem.
- Barclay, M. J., et al. (2007): "Private Placements and Managerial Entrenchment"; In: *Journal of Corporate Finance*; Vol. 13, Iss. 4; S. 461-484.
- Bargeron, L. L., et al. (2008): "Why Do Private Acquirers Pay So Little Compared to Public Acquirers?"; In: *Journal of Financial Economics*; Vol. 89, Iss. 3; S. 375-390.
- Barney, J. B. (1991): "Firm Resources and Sustained Competitive Advantage"; In: *Journal of Management*; Vol. 17, Iss. 1; S. 99-121.

- Barney, J. B., et al. (1989): "The Structure of Venture Capital Governance: An Organizational Economic Analysis of Relations between Venture Capital Firms and New Ventures"; Working Paper: Academy of Management Proceedings; Academy of Management.
- Barney, J. B., et al. (1994): "The Relationship between Venture Capitalists and Managers in New Firms: Determinants of Contractual Covenants"; In: *Managerial Finance*; Vol. 20, Iss. 1; S. 19-30.
- Barney, J. B., et al. (1996): "New Venture Teams' Assessment of Learning Assistance from Venture Capital Firms"; In: *Journal of Business Venturing*; Vol. 11, Iss. 4; S. 257-272.
- Barry, C. (1994): "New Directions in Research on Venture Capital Finance"; In: *The Journal of the Financial Management Association*; Vol. 23, Iss. 3; S. 3-15.
- Barry, C. B., et al. (1990): "The Role of Venture Capital in the Creation of Public Companies: Evidence from the Going-Public Process"; In: *Journal of Financial Economics*; Vol. 27, Iss. 2; S. 447-471.
- Bascha, A. und Walz, U. (2000): "Hybride Finanzierungsinstrumente als Anreiz- und Kontrollmechanismen bei Venture Capital"; In: *Finanzbetrieb*; Vol. 6, Iss. 1; S. 410-418.
- Bascha, A. und Walz, U. (2001a): "Convertible Securities and Optimal Exit Decisions in Venture Capital Finance"; In: *Journal of Corporate Finance*; Vol. 7, Iss. 3; S. 285-306.
- Bascha, A. und Walz, U. (2001b): "Financing Practices in the German Venture Capital Industry: An Empirical Assessment"; Working Paper; Universität Tübingen; Tübingen.
- Bassen, A., et al. (2007): "Growth Buyouts: Deutsche Evidenz zu Abgrenzung und Charakteristika"; In: *Zeitschrift für Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis*; Vol. 59, Iss. 1; S. 181-195.
- Baum, J. A. und Silverman, B. S. (2004): "Picking Winners or Building Them? Alliance, Intellectual, and Human Capital as Selection Criteria in Venture Financing and Performance of Biotechnology Startups"; In: *Journal of Business Venturing*; Vol. 19, Iss. 3; S. 411-436.

- Baygan, G. und Freudenberg, M. (2000): "The Internationalisation of Venture Capital Activity in OECD Countries: Implications for Measurement and Policy"; Working Paper: OECD Science, Technology and Industry Working Papers; Organisation for Economic Co-operation and Development; Paris.
- Becker, A. (2009): "Private Equity Buyout Fonds - Value Creation in Portfoliounternehmen"; Haupt Verlag; Bern.
- Belke, A. H., et al. (2003): "Does Venture Capital Investment Spur Employment Growth?"; CESIFO Working Paper; University of Hohenheim.
- Bell, J., et al. (2003): "Towards an Integrative Model of Small Firm Internationalisation"; In: *Journal of International Entrepreneurship*; Vol. 1, Iss. 4; S. 339-362.
- Bellone, F., et al. (2010): "Financial Constraints and Firm Export Behaviour"; In: *World Economy*; Vol. 33, Iss. 3; S. 347-373.
- Bengtsson, O. und Ravid, S. A. (2009): "The Importance of Geographical Location and Distance on Venture Capital Contracts"; Working Paper: SSRN eLibrary.
- Berg, A. und Gottschalg, O. (2003): "Understanding Value Generation in Buyouts"; INSEAD Working Paper Series; Witten Herdecke University; Frankfurt am Main.
- Berg, A. und Gottschalg, O. (2004): "Wertgenerierungshebel in Buyout-Transaktionen"; In: *M&A Review*; Vol. 5, Iss. 1; S. 207-212.
- Bergauer, M. (2008): "Wie Finanzinvestoren den Wert ihrer Beteiligungen steigern: operative Hebel wirken stärker als Finanzakrobatik"; In: *M&A Review*; Vol. 7; S. 338-343.
- Bergemann, D. und Hege, U. (1998): "Venture Capital Financing, Moral Hazard, and Learning"; In: *Journal of Banking & Finance*; Vol. 22, Iss. 6-8; S. 703-735.
- Berger, A. N. und Udell, G. F. (1998): "The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle"; In: *Journal of Banking & Finance*; Vol. 22, Iss. 6-8; S. 613-673.

- Bergström, C., et al. (2006): "Underpricing and Long-Run Performance Patterns of European Private-Equity-Backed and Non-Private-Equity-Backed IPOs"; In: *Journal of Private Equity*; Vol. 9, Iss. 4; S. 16-47.
- Bernegger, H. und Haimerger, C. (2003): "Unternehmensbewertung aus der Sicht eines Venture Capitalists"; In: Kofler, Georg and Polster-Grüll, Barbara [Hrsg.] *"Private Equity & Venture Capital - Finanzwirtschaftliche, steuerliche und rechtliche Aspekte der Finanzierung mit Risikokapital"*; Linde Verlag; Wien.
- Bernile, G., et al. (2007): "The Size of Venture Capital and Private Equity Fund Portfolios"; In: *Journal of Corporate Finance*; Vol. 13, Iss. 4; S. 564-590.
- Bernstein, S., et al. (2009): "Private Equity and Industry Performance"; Working Paper: SSRN eLibrary.
- Bertoni, F., et al. (2010): "VC Financing and the Growth of New Technology-Based Firms: Correcting for Sample Self-Selection"; VICO Research Papers; Politecnico Milano; Milano.
- Bertoutsos, A., et al. (2007): "What Public Companies Can Learn from Private Equity"; In: *McKinsey on Finance*; Vol. 22, Iss. Winter; S. 1-12.
- Bessler, W. und Seim, M. (2011): "European Venture-Backed IPOs: An Empirical Analysis"; Working Paper Series - Justus-Liebig-Universität; Center for Finance and Banking; Giessen.
- Betsch, O., et al. (2000): "Gründungs- und Wachstumsfinanzierung innovativer Unternehmen"; R. Oldenburg Verlag; München.
- Bhagat, S., et al. (1990): "Hostile Takeovers in the 1980s: The Return to Corporate Specialization"; In: *Brookings Papers on Economic Activity. Microeconomics*; Vol. 1990, S. 1-84.
- Bigus, J. (2002): "Moral Hazard by inside Investors in the Context of Venture Financing"; Working Paper: SSRN eLibrary.
- Bigus, J. (2003): "Zur Theorie der Wagnisfinanzierung - Informations- und Anreizprobleme vor dem Börsengang"; Deutscher Universitäts Verlag; Wiesbaden.

- Bigus, J. (2006): "Staging of Venture Financing, Investor Opportunism and Patent Law"; In: *Journal of Business Finance & Accounting*; Vol. 33, Iss. 7-8; S. 939-960.
- Birmingham, C., et al. (2002): "The Staging of Venture Capital Investments and Reinvestment Decisions"; Working Paper: Frontiers of Entrepreneurship Research; Babson College; Wellesley, M.A.
- Black, B. S. und Gilson, R. J. (1998): "Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks Versus Stock Markets"; In: *Journal of Financial Economics*; Vol. 47, Iss. 3; S. 243-277.
- Black, K. H. (2004): "Managing a Hedge Fund: A Complete Guide to Trading, Business Strategies, Operations, and Regulations"; McGraw-Hill Professional; New York.
- Bland, M. J. und Altman, D. G. (1994): "Statistics Notes: Matching"; In: *British Medical Journal*; Vol. 309, Iss. 9; S. 1128 - 1129.
- Bloodgood, J. M., et al. (1996): "The Internationalization of New High-Potential US Ventures: Antecedents and Outcomes"; In: *Entrepreneurship: Theory & Practice*; Vol. 20, Iss. 4; S. 61-76.
- Bloom, N., et al. (2009): "Do Private Equity Owned Firms Have Better Management Practices?"; CEP Occasional Papers; Centre for Economic Performance, London School of Economics and Political Science, UK.; London.
- BMF GZ 06 8603/1-IV/6/03 (2009): "Einkommensteuerrichtlinien 2000"; Richtlinie des Bundesministerium für Finanzen; Wien.
- BMF GZ BMF-010201/0013-VI/6/2007 (2007): "Umgrstr 2002 ; Umgründungssteuerrichtlinien 2002, Verschmelzungen (Art. I Umgrstg)"; Richtlinie des Bundesministerium für Finanzen; Wien.
- Bohnenkamp, G. (1999): "Zur Rolle der Beteiligungsgesellschaften bei der Entwicklung mittelständischer Unternehmen";Dissertationsschrift; Universität St. Gallen; Fakultät für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften; St. Gallen.
- Borchardt, A. und Götlich, S. E. (2007): "Erkenntnisgewinnung durch Fallstudien"; In: Albers, Sönke, et al. [Hrsg.] *Methodik der Empirischen Forschung*"; Gabler Verlag; Wiesbaden.

- Borell, M. und Tykvová, T. (2011): "Do Private Equity Investors Trigger Financial Distress in Their Portfolio Companies"; ZEW Working Paper Series; Centre for European Economic Research (ZEW); Mannheim.
- Bortz, J. (2005): "Statistik für Human- und Sozialwissenschaftler"; Springer Medizinischer Verlag; Heidelberg.
- Bortz, J. und Döring, N. (2006): "Forschungsmethoden und Evaluation für Human- und Sozialwissenschaftler"; Springer Medizinischer Verlag; Heidelberg.
- Bottazzi, L. und Da Rin, M. (2002): "Venture Capital in Europe and the Financing of Innovative Companies"; In: *Economic Policy*; Vol. 17, Iss. 34; S. 229-269.
- Bottazzi, L., et al. (2008): "Who Are the Active Investors?: Evidence from Venture Capital"; In: *Journal of Financial Economics*; Vol. 89, Iss. 3; S. 488-512.
- Boucly, Q., et al. (2009): "Job Creating LBOs"; Working Paper: SSRN eLibrary.
- Boué, A. (2005): "Der Einfluss von antizipiertem Value Added auf die Entscheidung zu Gunsten einer Venture-Capital- Finanzierung"; Dissertationsschrift; Wirtschaftsuniversität Wien; Institut für Klein- und Mittelbetriebe; Wien.
- Bowe, M., et al. (2010): "Integrating Contemporary Finance and International Business Research"; In: *International Business Review*; Vol. 19, Iss. 5; S. 435-445.
- Brander, J. A., et al. (2002): "Venture-Capital Syndication: Improved Venture Selection vs. The Value-Added Hypothesis"; In: *Journal of Economics & Management Strategy*; Vol. 11, Iss. 3; S. 422-451.
- Brav, A. und Gompers, P. A. (1997): "Myth or Reality? The Long-Run Underperformance of Initial Public Offerings: Evidence from Venture and Nonventure Capital-Backed Companies"; In: *Journal of Finance*; Vol. 52, Iss. 5; S. 1791-1821.
- Brettel, M. (2002): "Entscheidungskriterien von Venture Capitalists - eine Empirische Analyse im internationalen Vergleich"; In: *Die Betriebswirtschaft*; Vol. 82, Iss.3 S. 305-325.
- Brettel, M., et al. (2008): "Private Equity-Investoren - Eine Einführung"; Kohlhammer Druckerei GmbH + Co KG; Stuttgart.

- Brinkrolf, A. (2002): "Managementunterstützung durch Venture-Capital Gesellschaften - Eine Untersuchung des nichtfinanziellen Beitrags von Venture-Capital-Gesellschaften bei der Entwicklung ihrer Portfoliounternehmen"; Dissertationsschrift; Universität St. Gallen; Fakultät für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften; St. Gallen.
- Brouthers, K. D. und Brouthers, L. E. (2003): "Why Service and Manufacturing Entry Mode Choices Differ: The Influence of Transaction Cost Factors, Risk and Trust"; In: *Journal of Management Studies*; Vol. 40, Iss. 5; S. 1179-1204.
- Bruining, H., et al. (2004): "Management Control Systems and Strategy Change in Buyouts"; In: *Management Accounting Research*; Vol. 15, Iss. 2; S. 155-177.
- Bruining, H. und Wright, M. (2002): "Entrepreneurial Orientation in Management Buy-Outs and the Contribution of Venture Capital"; In: *Venture Capital*; Vol. 4, Iss. 2; S. 147-168.
- Bruining, H., et al. (2005): "Firm Size Effects on Venture Capital Syndication: The Role of Resources and Transaction Costs"; Working Paper; Erasmus University Rotterdam; Rotterdam.
- Bruns, C. und Meyer-Bullerdiek, F. (2008): "Professionelles Portfoliomanagement - Aufbau, Umsetzung und Erfolgskontrolle strukturierter Anlagestrategien"; Schäffer-Poeschel; Stuttgart.
- Bruton, G. D., et al. (2010): "Governance, Ownership Structure, and Performance of IPO Firms: The Impact of Different Types of Private Equity Investors and Institutional Environments"; In: *Strategic Management Journal*; Vol. 31, Iss. 5; S. 491-509.
- Bruton, G. D., et al. (2005): "Institutional Influences on the Worldwide Expansion of Venture Capital"; In: *Entrepreneurship: Theory & Practice*; Vol. 29, Iss. 6; S. 737-760.
- Bruton, G. D., et al. (2002): "Corporate Restructuring and Performance: An Agency Perspective on the Complete Buyout Cycle"; In: *Journal of Business Research*; Vol. 55, Iss. 9; S. 709-724.

- Buckley, P. J. (1993): "Barriers to Internationalization"; In: Zan, Luca, et al. [Hrsg.] *"Perspectives on Strategic Change"*; Kluwer Academic Publications; Boston Mass.
- Buckley, P. J. (2002): "Is the International Business Research Agenda Running out of Steam?"; In: *Journal of International Business Studies*; Vol. 33, Iss. 2; S. 365-373.
- Bull, I. (1989): "Financial Performance of Leveraged Buyouts: An Empirical Analysis"; In: *Journal of Business Venturing*; Vol. 4, Iss. 4; S. 263-279.
- Büning, H. und Trenkler, G. (1978): "Nichtparametrische statistische Methoden: Mit Aufgaben und Lösungen - erste Auflage"; De Gruyter Verlag; Berlin.
- Burgel, O., et al. (2000): "Internationalisation of High-Tech Start-Ups and Fast Growth - Evidence for Uk and Germany"; Working Paper: SSRN eLibrary.
- Burgel, O. und Murray, G. C. (2000): "The Impact of Fund Size and Investment Preferences on Venture Capitalists' Returns"; Working Paper: Frontiers of Entrepreneurship Research; Babson College; Babson Park.
- Busenitz, L. W., et al. (2004): "Reconsidering the Venture Capitalists' "Value Added" Proposition: An Interorganizational Learning Perspective"; In: *Journal of Business Venturing*; Vol. 19, Iss. 6; S. 787-807.
- Busenitz, L. W., et al. (1997a): "The Impact of Post-Funding Involvement by Venture Capitalists on Long-Term Performance Outcomes"; Working Paper: Frontiers of Entrepreneurship Research, Babson College.
- Busenitz, L. W., et al. (1997b): "The Framing of Perceptions of Fairness in the Relationship between Venture Capitalists and New Venture Teams"; In: *Entrepreneurship: Theory & Practice*; Vol. 21, Iss. 3; S. 5-21.
- Bushway, S., et al. (2007): "Is the Magic Still There? The Use of the Heckman Two-Step Correction for Selection Bias in Criminology"; In: *Journal of Quantitative Criminology*; Vol. 23, Iss. 2; S. 151-178.
- Butler, P. A. (2001): "The Alchemy of LBOs"; McKinsey Group; Mc Kinsey Quarterly, London.
- Butler, W. F. und Ulin, R. P. (1950): "Business Needs for Venture Capital"; In: *Harvard Business Review*; Vol. 28, Iss. 4; S. 52-65.

- BVCA (2006): "The Economic Impact of Private-Equity in the UK"; British Venture Capital Association and ie Consulting; London.
- BVCA (2007): "The Economic Impact of Private Equity in the UK"; British Venture Capital Association; London.
- BVK (2009): "Private Equity in Europa"; Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften(BVK) ; BVK Spezial, Berlin.
- BVK (2010): "Der deutsche Beteiligungsmarkt im 3. Quartal 2010"; Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK); BVK- Statistik, Berlin.
- Bygrave, W. D. (1988): "The Structure of the Investment Networks of Venture Capital Firms"; In: *Journal of Business Venturing*; Vol. 3, Iss. 2; S. 137-157.
- Bygrave, W. D., et al. (2001): "Venture Capital Investments and the Growth of Revolutionary New Industries"; Working Paper: Frontiers of Entrepreneurship Research; Babson College; Babson Park.
- Bygrave, W. D. und Timmons, J. A. (1992): "Venture Capital: More Than Money?"; In: Bygrave, William D. and Timmons, Jeffry A. [Hrsg.] *Venture Capital at the Crossroads*"; Harvard Business School Press; Cambridge.
- Cable, D. M. und Shane, S. (1997): "A Prisoner's Dilemma Approach to Entrepreneur-Venture Capitalist Relationships"; In: *Academy of Management Review*; Vol. 22, Iss. 1; S. 142-176.
- Campbell, T. L. und Frye, M. B. (2006): "Venture Capitalist Involvement and the Long-Run Performance of IPOs"; In: *Journal of Private Equity*; Vol. 10, Iss. 1; S. 7-17.
- Camphausen, B. (2007): "Strategisches Management: Planung, Entscheidung, Controlling "; Oldenbourg Wissenschaftsverlag; Oldenbourg.
- Carpenter, M. A., et al. (2003): "Testing a Model of Reasoned Risk-Taking: Governance, the Experience of Principals and Agents, and Global Strategy in High-Technology IPO Firms"; In: *Strategic Management Journal*; Vol. 24, Iss. 9; S. 802-820.

- Carter, R. B. und Van Auken, H. E. (1994): "Venture Capital Firms' Preferences for Projects in Particular Stages of Development"; In: *Journal of Small Business Management*; Vol. 32, Iss. 1; S. 60-73.
- Casamatta, C. (2002): "Financing and Advising: Optimal Financial Contracts with Venture Capitalists"; Working Paper: SSRN eLibrary.
- Casamatta, C. und Haritchabalet, C. (2003): "Learning and Syndication in Venture Capital Investments"; Working Paper; University of Toulouse; Toulouse.
- Cestone, G. (2002): "Venture Capital Meets Contract Theory: Risky Claims or Formal Control?"; Working Paper: SSRN eLibrary.
- Chang, S. J. (2004): "Venture Capital Financing, Strategic Alliances, and the Initial Public Offerings of Internet Startups"; In: *Journal of Business Venturing*; Vol. 19, Iss. 5; S. 721-741.
- Choo, S. und Mazzarol, T. (2001): "An Impact on Performance of Foreign Market Entry Choices by Small and Medium-Sized Enterprises"; In: *Journal of Enterprising Culture*; Vol. 9, Iss. 3; S. 291-311.
- Citron, D., et al. (1999): "Loan Covenants, Relationship Banking and Management Buy-Outs in Default: A Comparative Study of the UK and Holland"; In: Wright, Mike and Robbie, Ken [Hrsg.] *"Management Buy-Outs and Venture Capital - into the Next Millennium"*; Edward Elgar Publishers; Cheltenham.
- Claus, I. (2010): "A Typology of Sovereign Wealth Funds in Consideration of Their Investment Characteristics"; Dissertationsschrift; Wirtschaftsuniversität Wien; Institut BWL des Außenhandels; Wien.
- CMBOR (2005): "Private Equity and Generational Change - the Contribution of Private Equity to the Succession of Family Businesses in Europe"; Centre for Management Buyout Research and University of Padua, EVCA Buyout Committee, Research Paper, Zaventem.
- CMBOR (2008): "Economic and Social Effects of Buy-Outs in the Netherlands"; Centre for Management Buy-out Research, The University of Nottingham and Ernst & Young, NVP Dutch Private Equity & Venture Capital Association, Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen, Amsterdam.

- Coakley, J., et al. (2007): "Post-IPO Operating Performance, Venture Capital and the Bubble Years"; In: *Journal of Business Finance & Accounting*; Vol. 34, Iss. 9; S. 1423-1446.
- Conner, K. R. und Prahalad, C. K. (1996): "A Resource-Based Theory of the Firm: Knowledge Versus Opportunism"; In: *Organization Science*; Vol. 7, Iss. 5; S. 477-501.
- Cope, J., et al. (2004): "Attitudes of Venture Capital Investors Towards Entrepreneurs with Previous Business Failure"; In: *Venture Capital*; Vol. 6, Iss. 2/3; S. 147-172.
- Copeland, T. E., et al. (2002): "Unternehmenswert - Methoden und Strategien für eine Wertorientierte Unternehmensführung"; Campus-Verlag; Frankfurt am Main.
- Cornelius, B. und Cooper, J. (1994): "Optimal Contracts in Venture Capital: An Application of Game Theory to Contract Negotiation"; Working Paper: SSRN eLibrary.
- Cornelli, F. und Yosha, O. (2000): "Stage Financing and the Role of Convertible Debt"; Working Paper; London Business School and CEPR; London.
- Cossin, D., et al. (2002): "Understanding the Economic Value of Legal Covenants in Investment Contracts: A Real Options Approach to Venture Equity Contracts"; Working Paper: Journal of Financial Transformation; HEC, University of Lausanne; Lausanne.
- Cotter, J. F. und Peck, S. W. (2001): "The Structure of Debt and Active Equity Investors: The Case of the Buyout Specialist"; In: *Journal of Financial Economics*; Vol. 59, Iss. 1; S. 101-147.
- Coviello, N. und Munro, H. (1997): "Network Relationships and the Internationalisation Process of Small Software Firms"; In: *International Business Review*; Vol. 6, Iss. 4; S. 361-386.
- Cressy, R. C., et al. (2007a): "Playing to Their Strengths? Evidence That Specialization in the Private Equity Industry Confers Competitive Advantage"; In: *Journal of Corporate Finance*; Vol. 13, Iss. 4; S. 647-669.
- Cressy, R. C., et al. (2007b): "Creative Destruction? UK Evidence That Buyouts Cut Jobs to Raise Returns"; Working Paper: SSRN eLibrary; Birmingham Business School; Birmingham Business School.

- Cumming, D. J. (2001): "The Determinants of Venture Capital Portfolio Size: Empirical Evidence"; Working Paper; University of Alberta; Alberta.
- Cumming, D. J. (2005): "Agency Costs, Institutions, Learning, and Taxation in Venture Capital Contracting"; In: *Journal of Business Venturing*; Vol. 20, Iss. 5; S. 573-622.
- Cumming, D. J. (2006a): "Adverse Selection and Capital Structure: Evidence from Venture Capital"; In: *Entrepreneurship: Theory & Practice*; Vol. 30, Iss. 2; S. 155-183.
- Cumming, D. J. (2006b): "Provincial Preferences in Private Equity"; In: *Financial Markets and Portfolio Management*; Vol. 21, Iss. 4; S. 369 - 398.
- Cumming, D. J., et al. (2007): "Private Equity, Leveraged Buyouts and Governance"; In: *Journal of Corporate Finance*; Vol. 13, Iss. 4; S. 439-460.
- Cumming, D. J. und Walz, U. (2010): "Private Equity Returns and Disclosure around the World"; Working Paper: SSRN eLibrary.
- Darwin, V. N. (1999): "Staged Financing: An Agency Perspective"; In: *The Review of Economic Studies*; Vol. 66, Iss. 227; S. 255-275.
- Davila, A., et al. (2003): "Venture Capital Financing and the Growth of Startup Firms"; In: *Journal of Business Venturing*; Vol. 18, Iss. 6; S. 689-708.
- Davis, S. J., et al. (2008): "Private Equity and Employment"; In: *World Economic Forum - Globalization of Alternative Investments*; Vol. 1, Iss. 1; S. 43-64.
- De Clercq, D. und Dimov, D. (2003): "A Knowledge-Based View of Venture Capital Firms' Portfolio Investment Specialization and Syndication"; Working Paper; Babson College; Wellesley.
- De Clercq, D. und Dimov, D. P. (2004): "Explaining Venture Capital Firms' Syndication Behaviour: A Longitudinal Study"; In: *Venture Capital*; Vol. 6, Iss. 4; S. 243-256.
- De Clercq, D., et al. (2006): "An Entrepreneur's Guide to the Venture Capital Galaxy"; In: *Academy of Management Perspectives*; Vol. 20, Iss. 3; S. 90-112.

- De Clercq, D., et al. (2001): "Portfolio Investment Strategies in the Finnish Venture Capital Industry: A Longitudinal Study"; In: *Venture Capital*; Vol. 3, Iss. 1; S. 41-62.
- De Clercq, D. und Manigart, S. (2007): "The Venture Capital Post-Investment Phase: Opening the Black Box of Involvement"; In: Landström, Hans [Hrsg.] *"Handbook of Research on Venture Capital"*; Edward Elgar Publishing Inc.; Northampton.
- De Clercq, D. und Sapienza, H. J. (2001): "The Creation of Relational Rents in Venture Capitalist-Entrepreneur Dyads"; In: *Venture Capital*; Vol. 3, Iss. 2; S. 107-127.
- De Clercq, D. und Sapienza, H. J. (2002): "Knowledge-Based Antecedents of Venture Capital Firm Value Added"; Working Paper: Frontiers of Entrepreneurship Research; Babson College; Babson Park.
- De Clercq, D. und Sapienza, H. J. (2006): "Effects of Relational Capital and Commitment on Venture Capitalists' Perception of Portfolio Company Performance"; In: *Journal of Business Venturing*; Vol. 21, Iss. 3; S. 326-347.
- De Cleyn, S. H., et al. (2009): "Success Factors in New Product Development: How Do They Apply to Company Characteristics of Academic Spin-Offs?"; In: *Journal of Private Equity*; Vol. 13, Iss. 1; S. 51-61.
- DeAngelo, H. und DeAngelo, L. (1987): "Management Buyouts of Publicly Traded Corporations"; In: *Financial Analysts Journal*; Vol. 43, Iss. 3; S. 38 - 50.
- Dehejia, R. H. und Wahba, S. (2002): "Propensity Score Matching Methods for Non-Experimental Causal Studies"; In: *The Review of Economics and Statistics*; Vol. 84, Iss. 1; S. 151-161.
- DeMarzo, P. M. und Fishman, M. J. (2004): "Optimal Long-Term Financial Contracting with Privately Observed Cash Flows"; Working Paper: SSRN eLibrary.
- Denis, D. J. und Denis, D. K. (1995): "Causes of Financial Distress Following Leveraged Recapitalizations"; In: *Journal of Financial Economics*; Vol. 37, Iss. 2; S. 129-157.
- Denzin, N. K. (1989): "The Research Act - Third Edition"; Prentice Hall; Engle Wood Cliffs, N.J.

- Desbrières, P. und Schatt, A. (2002): "The Impacts of LBOs on the Performance of Acquired Firms: The French Case"; In: *Journal of Business Finance & Accounting*; Vol. 29, Iss. 5/6; S. 695 - 730.
- Deshpandé, R., et al. (1993): "Corporate Culture, Customer Orientation, and Innovativeness in Japanese Firms: A Quadrad Analysis"; In: *The Journal of Marketing*; Vol. 57, Iss. 1; S. 23-37.
- Dess, G. G. und Robinson, R. B., Jr. (1984): "Measuring Organizational Performance in the Absence of Objective Measures: The Case of the Privately-Held Firm and Conglomerate Business Unit"; In: *Strategic Management Journal*; Vol. 5, Iss. 3; S. 265-274.
- Dibben, M., et al. (1999): "The Role of Trust in the Informal Investor's Investment Decision: An Exploratory Analysis"; In: Wright, Mike and Robbie, Ken [Hrsg.] *"Management Buy-Outs and Venture Capital - into the Next Millennium"*; Edward Elgar Publishers; Cheltenham.
- Dimov, D. und De Clercq, D. (2006): "Venture Capital Investment Strategy and Portfolio Failure Rate: A Longitudinal Study"; In: *Entrepreneurship: Theory & Practice*; Vol. 30, Iss. 2; S. 207-223.
- Dimov, D., et al. (2007): "Requisite Expertise, Firm Reputation, and Status in Venture Capital Investment Allocation Decisions"; In: *Journal of Business Venturing*; Vol. 22, Iss. 4; S. 481-502.
- Dixit, A. und Jayaraman, N. (2001): "Internationalization of Private Equity Firms"; In: *The Journal Of Private Equity*; Vol. 5, Iss. 1; S. 40-54.
- Dixon, R. (1991): "Venture Capitalists and the Appraisal of Investments"; In: *Omega*; Vol. 19, Iss. 5; S. 333-344.
- Dolezych, T. (2003): "Unternehmensbewertung und Wachstum"; Bankakademischer Verlag; Frankfurt am Main.
- Dosoglu-Guner, B. (2001): "Can Organizational Behavior Explain the Export Intention of Firms? The Effects of Organizational Culture and Ownership Type"; In: *International Business Review*; Vol. 10, Iss. 1; S. 71-89.
- Dülfer, E. (1991): "Internationales Management in unterschiedlichen Kulturbereichen"; München; Oldenbourg Verlag.

- Dunning, J. H. (1980): "Toward an Electric Theory of International Production: Some Empirical Tests"; In: *Journal of International Business Studies*; Vol. 9, Iss. Spring; S. 9-31.
- Ehrlich, S. B., et al. (1994): "After the Cash Arrives: A Comparative Study of Venture Capital and Private Investor Involvement in Entrepreneurial Firms"; In: *Journal of Business Venturing*; Vol. 9, Iss. 1; S. 67-82.
- Eisele, F., et al. (2002): "Die Beteiligungskriterien für eine Venture Capital Finanzierung - Eine empirische Analyse der phasenbezogenen Bedeutung"; Working Paper: Tübinger Diskussionsbeitrag Nr. 238; Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät der Eberhard-Karls-Universität Tübingen; Tübingen.
- Eisenhardt, K. M. (1989): "Agency Theory: An Assessment and Review"; In: *Academy of Management Review*; Vol. 14, Iss. 1; S. 57-74.
- Elango, B., et al. (1995): "How Venture Capital Firms Differ"; In: *Journal of Business Venturing*; Vol. 10, Iss. 2; S. 157-179.
- Elkemann-Reusch, M. und Zickenrott, W. (2000): "Die Praxis der Expansionsfinanzierung des Mittelstands: Direktbeteiligung und Mezzanine-Kapital"; In: Stadler, Wilfried [Hrsg.] *"Venture Capital und Private Equity - Erfolgreich wachsen mit Beteiligungskapital"*; Fachverlag Deutscher Wirtschaftsdienst; Köln.
- Engel, D. (2001): "Höheres Beschäftigungswachstum durch Venture Capital?"; ZEW Working Paper Series; ZEW - Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH; Mannheim.
- Engel, D. (2002): "The Impact of Venture Capital on Firm Growth: An Empirical Investigation"; Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH; ZEW-Discussion Paper, Mannheim.
- Engel, D. und Keilbach, M. (2002): "Firm Level Implications of Early Stage Venture Capital Investment – an Empirical Investigation"; Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH; ZEW Discussion Papers, Mannheim.

- Erikson, T. und Nerdrum, L. (2001): "New Venture Management Valuation: Assessing Complementary Capacities by Human Capital Theory"; In: *Venture Capital*; Vol. 3, Iss. 4; S. 277-290.
- Ernst & Young (2007): "Wie schaffen Private-Equity Investoren Werte? Eine Studie zu Exits des Jahres 2006 in Westeuropa und den USA"; Ernst & Young, Private Equity Transaction Advisory, Frankfurt.
- Ernst & Young (2008): "How Private Equity Investors Create Value? A Global Study of 2007 Exits"; Ernst and Young; London.
- Ernst & Young (2009a): "Challenges in a New World - How Do Private Equity Investors Create Value? A Study of 2008 European Exits"; Ernst & Young, London.
- Ernst & Young (2009b): "Global Corporate Venture Capital Survey 2008-2009 - Benchmarking Programs and Practices"; Ernst & Young, London.
- Ernst, S. (2010): "Die ökonomischen Auswirkungen von Private Equity Investoren"; Dissertationsschrift; Otto Beisheim School of Management; Institut für Corporate Finance; Vallendar.
- Esty, B. C. (1999): "Improved Techniques for Valuing Large-Scale Projects"; In: *Journal of Project Finance*; Vol. 5, Iss. 1; S. 17-26.
- Europäische Kommission (2006a): "Financing SME Growth - Adding European Value"; Communication from the Commission to the Council, the European Parliament, the European Economic and Social Committee and the Committee of Regions, Brussels.
- Europäische Kommission (2006b): "Die Neue KMU Definition - Benutzerhandbuch und Mustererklärung"; Unternehmen und Industrie; Brüssel.
- Europäische Kommission (2006c): "White Paper on Enhancing the Single Market Framework for Investment Funds"; European Commission; Brüssel.
- Europäische Kommission (2007a): "Bringing Down the Barriers to SME Finance"; European Commission - Enterprise and Industry Directorate General; Brüssel.

- Europäische Kommission (2007b): "Expert Group Report on Removing Obstacles to Cross-Border Investments by Venture Capital Funds"; Directorate General Enterprise and Industry; Brüssel.
- Europäische Kommission (2011): "Single Market Act"; Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, The Economic and Social Committee and the Committee of Regions, Brüssel.
- Europäische Zentralbank (2011): "Monthly Bulletin - March 2011"; European Central Bank (ECB), Frankfurt am Main.
- Europäisches Parlament (2010): "Directive of the European Parliament and the Council on Alternative Investment Fund Managers and Amending Directives"; zugegriffen am 11.11.2010.
- EVCA (1999): "EVCA Guidelines"; European Venture Capital Association; Zaventem.
- EVCA (2002a): "Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe"; European Venture Capital Association, CMBOR Centre of Management Buyout Research, Nottingham University; Brüssel.
- EVCA (2002b): "Survey of the Economic and Social Impact of Management Buyouts & Buyins in Europe"; European Venture Capital Association, CMBOR Centre of Management Buyout Research, Nottingham University; Brüssel.
- EVCA (2006): "Benchmarking European Tax and Legal Environments - Indicators of Tax and Legal Environments Favouring the Development of Private Equity and Venture Capital and Entrepreneurship in Europe"; European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA); KPMG, Brüssel.
- EVCA (2009a): "2009 EVCS Yearbook - Pan-European Private Equity & Venture Capital Activity Report"; European Private Equity and Venture Capital Association; Brüssel.
- EVCA (2009b): "Glossary"; European Private Equity and Venture Capital Association; Brüssel.
- EVCA (2009c): "Investments europäischer Private Equity und Venture Capital Fonds 2000-2009"; zugegriffen am 28.11.2009.

- EVCA (2010a): "2010 EVCA Buyout Report"; European Private Equity and Venture Capital Association; Partners, Capstone, EVCA Research Papers, Brüssel.
- EVCA (2010b): "AIFMD Essentials"; European Private Equity and Venture Capital Association; Brüssel.
- EVCA (2010c): "Unternehmenswebsite"; European Private Equity and Venture Capital Association; (EVCA), Brüssel. zugegriffen am 17.05.2010.
- Ewing, J., et al. (2010): "European Businesses Hit in Credit Squeeze from Greek Crisis"; In: *New York Times*; Vol. Iss. 18.05.2010; S. B1.
- Fabjani, W. (2005): "Die Risikopolitik von Private Equity- und Venture Capital Gesellschaften"; Dissertationsschrift; Wirtschaftsuniversität Wien; Institut für BWL des Außenhandels; Wien.
- Farag, H., et al. (2004): "Contracting, Monitoring, and Exiting Venture Investments in Transitioning Economies: A Comparative Analysis of Eastern European and German Markets"; In: *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*; Vol. 6, Iss. 4; S. 257-282.
- Feeney, L., et al. (1999): "Private Investors' Investment Criteria: Insights from Qualitative Data"; In: *Venture Capital*; Vol. 1, Iss. 2; S. 121-145.
- Fenn, G. W., et al. (1997): "The Private Equity Market: An Overview"; In: *Financial Markets, Institutions & Instruments*; Vol. 6, Iss. 4; S. 1-106.
- Fernhaber, S. A. und McDougall-Covin, P. P. (2009): "Venture Capitalists as Catalysts to New Venture Internationalization: The Impact of Their Knowledge and Reputation Resources"; In: *Entrepreneurship: Theory & Practice*; Vol. 33, Iss. 1; S. 277-295.
- Fiet, J. O. (1995): "Risk Avoidance Strategies in Venture Capital Markets"; In: *Journal of Management Studies*; Vol. 32, Iss. 4; S. 551-574.
- Filatotchev, I., et al. (2007): "Corporate Governance, Managers' Independence, Exporting, and Performance of Firms in Transition Economies"; William Davidson Working Paper. No. 805; City University of London; London.
- Filatotchev, I., et al. (2006): "Venture Capitalists, Syndication and Governance in Initial Public Offerings"; In: *Small Business Economics*; Vol. 26, Iss. S. 337-350.

- Financial Gates (2004): "Economic Impact of Private Equity in Germany"; Deutsche Beteiligungs AG und das F.A.Z Institut; Frankfurt am Main.
- Financial Services Authority (2005): "Private Equity: A Discussion on Risk and Regulatory Engagement"; Jones, Rebecca, Discussion Papers, London.
- Fisch, J. H., et al. (2010): "Does Internationalization Impact on Performance Differently in an Organizational vs. An Investor's View?"; Paper presented at the Academy of International Business Annual Conference 2010 in Rio De Janeiro; University of Augsburg.
- Fischer, L. D. (2006): "Internationalität der Unternehmung - aktueller Forschungsstand, Analyse und Konzeptualisierung"; Dissertationsschrift; Otto Friedrich Universität Bamberg; Fakultät Sozial- und Wirtschaftswissenschaften; Bamberg.
- Flick, U. (2006): "Qualitative Sozialforschung - Eine Einführung"; Rowohlt Taschenbuch Verlag; Reinbeck bei Hamburg.
- Florin, J. (2005): "Is Venture Capital Worth It? Effects on Firm Performance and Founder Returns"; In: *Journal of Business Venturing*; Vol. 20, Iss. 1; S. 113-135.
- Fluck, Z., et al. (2005): "Venture Capital Contracting and Syndication: An Experiment in Computational Corporate Finance"; Working Paper: NBER Working Paper Series, Washington.
- Flynn, D. M. (1991): "The Critical Relationship between Venture Capitalists and Entrepreneurs: Planning, Decision-Making, and Control"; In: *Small Business Economics*; Vol. 3, Iss. 3; S. 185-196.
- Folta, T. B. und Janney, J. J. (2002): "Strategic Benefits to Firms Issuing Private Equity Placements"; Working Paper; Krannert Graduate School of Management; West Lafayette.
- Fombrun, C. (1996): "Reputation: Realizing Value from the Corporate Image"; Harvard Business Press; Cambridge.
- Forssbäck, J. und Oxelheim, L. (2008): "Finance-Specific Factors as Drivers of Cross-Border Investment—an Empirical Investigation"; In: *International Business Review*; Vol. 17, Iss. 6; S. 630-641.

- Frank, M. Z. und Goyal, V. K. (2007): "Trade-Off and Pecking Order Theories of Debt"; Working Paper: SSRN eLibrary.
- Franke, N., et al. (2006): "What You Are Is What You Like-Similarity Biases in Venture Capitalists' Evaluations of Start-up Teams"; In: *Journal of Business Venturing*; Vol. 21, Iss. 6; S. 802-826.
- Fredriksen, Ö., et al. (1997): "Are Venture Capitalists Firefighters? A Study of the Influence and Impact of Venture Capital Firms"; In: *Technovation*; Vol. 17, Iss. 9; S. 503-511.
- Fried, V. H., et al. (1998): "Strategy and the Board of Directors in Venture Capital-Backed Firms"; In: *Journal of Business Venturing*; Vol. 13, Iss. 6; S. 493-503.
- Fried, V. H. und Hisrich, R. D. (1988): "Venture Capital Research: Past, Present and Future"; In: *Entrepreneurship: Theory & Practice*; Vol. 13, Iss. 1; S. 15-28.
- Fried, V. H. und Hisrich, R. D. (1994): "Toward a Model of Venture Capital Investment Decision Making"; In: *FM: The Journal of the Financial Management Association*; Vol. 23, Iss. 3; S. 28-37.
- Fried, V. H. und Hisrich, R. D. (1995): "The Venture Capitalist: A Relationship Investor"; In: *California Management Review*; Vol. 37, Iss. 2; S. 101-113.
- Friedman, T. (2010): "2009 Prequin Global Private Equity Review "; Prequin; New York.
- Frommann, H. (2005): "Entwicklungen und Aussichten des Private-Equity-Geschäfts in Deutschland"; In: *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*; Vol. 1, Iss. 1; S. 21-25.
- Gande, A., et al. (2009): "Valuation Effects of Global Diversification"; In: *Journal of International Business Studies*; Vol. 40, Iss. 9; S. 1515-1532.
- Garey, K. W. (2004): "The Role of Matching in Epidemiologic Studies"; In: *American Journal of Pharmaceutical Education*; Vol. 68, Iss. 3; S. 1-7.
- Garz, H., et al. (2006): "Portfolio-Management: Theorie und Anwendung"; Bankakademischer Verlag; Frankfurt am Main.

- Gaughan, P. A. (2002): "Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings"; John Wiley & Sons, Inc.; New York.
- Geidner, A. (2009): "Der Wandel der Unternehmensführung in Buyouts - Eine Untersuchung Private-Equity finanzierter Desinvestitionen"; Dissertationsschrift; Technische Universität München; Institut für Betriebswirtschaftslehre; München.
- Geneletti, S., et al. (2009): "Adjusting for Selection Bias in Retrospective Case-Control Studies"; In: *Biostatistics*; Vol. 10, Iss. 1; S. 17-31.
- George, G., et al. (2005): "Ownership and the Internationalization of Small Firms"; In: *Journal of Management*; Vol. 31, Iss. 2; S. 210-233.
- Gervasoni, A., et al. (2001): "L'impatto Economico Dei Management Leveraged Buy-Out"; INSEAD Buyout Research Group; Research Paper, Università Castellanza.
- Geyer, A. (2011): "Basic Financial Econometrics"; Working Paper; Vienna Graduate School of Finance; Vienna.
- Gietl, R. (2010): "Substanzielle Wertschöpfungsbeiträge durch Private Equity-Gesellschaften in Europäischen Secondary Buyout Investments - Eine vergleichende Analyse mit europäischen Primary Buyout Investments"; Dissertationsschrift; Ludwig-Maximilians-Universität München; Institut für Unternehmensplanung; München.
- Gietl, R., et al. (2008): "Einflussnahme von Private Equity-Gesellschaften auf Ihre Portfoliounternehmen und deren Entwicklung nach einem Buyout"; Working Paper; Universität Erlangen-Nürnberg; Nürnberg.
- Gilson, R. J. und Schizer, D. M. (2002): "Understanding Venture Capital Structure: A Tax Explanation for Convertible Preferred Stock"; Working Paper; SSRN eLibrary.
- Glaum, M. und Oesterle, M.-J. (2007): "40 Years of Research on Internationalization and Firm Performance: More Questions Than Answers?"; In: *Management International Review*; Vol. 47, Iss. 3; S. 307-317.

- Gleißner, W. und Schaller, A. (2008): "Private Equity, Beurteilungs- und Bewertungsverfahren von Kapitalbeteiligungsgesellschaften"; Wiley-VCH Verlag; Weinheim.
- Global Equity Partners (2011a): "Factsheet Beteiligungsgruppe"; zugegriffen am 13.03.2011.
- Global Equity Partners (2011b): "Mission Statement Buy-out Central Europe II"; zugegriffen am 21.03.2011.
- Gompers, P. A. (1995): "Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital"; In: *Journal of Finance*; Vol. 50, Iss. 5; S. 1461-1490.
- Gompers, P. A. (1996): "Grandstanding in the Venture Capital Industry"; In: *Journal of Financial Economics*; Vol. 42, Iss. 1; S. 133-156.
- Gompers, P. A., et al. (2006): "Skill vs. Luck in Entrepreneurship and Venture Capital: Evidence from Serial Entrepreneurs"; NBER Working Paper Series, Washington.
- Gompers, P. A. und Lerner, J. (1996): "The Use of Covenants: An Empirical Analysis of Venture Partnership Agreements"; In: *Journal of Law and Economics*; Vol. 39, Iss. 2; S. 463-498.
- Gompers, P. A. und Lerner, J. (1998): "The Determinants of Corporate Venture Capital Success: Organizational Structure, Incentives, and Complementaries"; NBER Working Paper Series; Washington.
- Gompers, P. A. und Lerner, J. (1999): "What Drives Venture Capital Fundraising?"; Working Paper; Harvard Business School; SSRN eLibrary.
- Gompers, P. A. und Lerner, J. (2000): "Money Chasing Deals? The Impact of Fund Inflows on Private Equity Valuation"; In: *Journal of Financial Economics*; Vol. 55, Iss. 2; S. 281-325.
- Goossens, L., et al. (2008): "The Change in Ownership after a Buyout: Impact on Performance"; In: *Journal of Private Equity*; Vol. 12, Iss. 1; S. 31-41.
- Gorman, M. und Sahlman, W. A. (1989): "What Do Venture Capitalists Do?"; In: *Journal of Business Venturing*; Vol. 4, Iss. 4; S. 231-248.

- Gottschalg, O. und Groh, A. (2006): "The Risk-Adjusted Performance of US Buyouts"; Working Paper; Darmstadt University of Technology; Darmstadt.
- Gottschalg, O. und Kress, B. (2007): "Grenzen des Debt-Push-Down"; In: (BVK), Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften [Hrsg.] "*Jahrbuch für Unternehmensfinanzierung*"; ConVent; Frankfurt am Main.
- Gottschalg, O. und Meier, D. (2005): "What Does It Take to Be a Good Parent? Opening up the Black Box of Value Creation in the Unrelated Multibusiness Firm"; Working Paper; HEC School of Management; Paris.
- Gottschalg, O. und Phalippou, L. (2008): "Die Wahrheit über Private Equity"; In: *Harvard Business Manager*; Vol. 30, Iss. 3; S. 20-21.
- Gottschalg, O. und Zipser, D. (2006): "Money Chasing Deals and Deals Chasing Money - the Impact of Supply and Demand on Buyout Performance"; Working Paper; HEC Management School; Paris.
- Gottschalg, O., et al. (2004): "Working out Where the Value Lies"; In: *European Venture Capital Journal*; Vol. June, Iss. 01; S. 36-39.
- Grabherr, O. (2000): "Risikokapitalinstrumente im Unternehmerischen Wachstumszyklus"; In: Stadler, Wilfried [Hrsg.] "*Venture Capital und Private Equity - Erfolgreich wachsen mit Beteiligungskapital*"; Fachverlag Deutscher Wirtschaftsdienst; Köln.
- Grabherr, O. (2003): "Finanzierung mit Private Equity und Venture Capital - Investitionsphasen und -Situationen für den Einsatz von Risikokapital: Start-up, Early Stage, Later Stage, Buy-out, Public-to-Private"; In: Kofler, Georg und Polster-Grüll, Barbara [Hrsg.] "*Private Equity & Venture Capital - Finanzwirtschaftliche, steuerliche und rechtliche Aspekte der Finanzierung mit Risikokapital*"; Linde Verlag; Wien.
- Greene, P. G., et al. (2001): "Patterns of Venture Capital Funding: Is Gender a Factor?"; In: *Venture Capital*; Vol. 3, Iss. 1; S. 63-83.
- Greene, W. H. (2004): "Econometric Analysis"; Prentice Hall; New York.
- Greenwald, B., et al. (1984): "Informational Imperfections in the Capital Market and Macroeconomic Fluctuations"; In: *American Economic Review*; Vol. 74, Iss. 2; S. 194 - 200.

- Groh, A. (2005): "Venture Capital und Private Equity aus Sicht der Wissenschaft"; In: *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*; Vol. 01, Iss. 01; S. 24 - 27.
- Groh, A. P. (2004): "Risikoadjustierte Performance von Private-Equity-Investitionen"; Deutscher Universitätsverlag; Wiesbaden.
- Groh, A. P. und Liechtenstein, H. (2009): "The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index"; IESE Business School University of Navarra; Ernst & Young, Navarra.
- Grub Brugger & Partner (2005): "Rechtliche Grenzen der Nutzung des Vermögens der Zielgesellschaft zur Finanzierung von LBO Transaktionen"; Gutachten für die IG Metall, Stuttgart.
- Gu, Q. und Lu, J. W. (2011): "Effects of Inward Investment on Outward Investment: The Venture Capital Industry Worldwide 1985-2007"; In: *Journal of International Business Studies*; Vol. 42, Iss. 2; S. 263-284.
- Gulati, R. und Higgins, M. C. (2003): "Which Ties Matter When? The Contingent Effects of Interorganizational Partnerships on IPO Success"; In: *Strategic Management Journal*; Vol. 24, Iss. 2; S. 127-144.
- Guler, I. und Guillien, M. F. (2005): "The Internationalisation of US Venture Capital Firms: An Empirical Examination"; In: *Journal of International Business Studies (online Edition)*; Vol. 41, Iss. 1; S. 185-205.
- Guo, S., et al. (2007): "Do Buyouts (Still) Create Value?"; Working Paper Boston College - Carroll School of Management and Boston College; Cincinnati.
- Guserl, A. (2011): "Internationalisierungsprozesse unter Berücksichtigung finanzstrategischer Aspekte der Internationalisierung: Ansätze und empirische Analysen der Internationalisierung von Unternehmen."; Dissertationsschrift; Wirtschaftsuniversität Wien; Institut für BWL des Außenhandels; Wien.
- Haagen, F. (2008): "Determinants of Venture Capital Contract Design in Germany: Convertible Securities vs. Preferred Equity and Silent Partnerships"; In: *Österreichisches Bank Archiv*; Vol. 7, S. 485 - 495.
- Hall, B. H. (1991): "The Impact of Corporate Restructuring on Industrial Research and Development"; Working Paper: SSRN eLibrary.

- Hall, D. (2008): "Private Equity and Employment - the Davos/Wef/Harvard Study"; PSIRU - Public Services International Research Unit; Research Comment, Greenwich.
- Hall, D. (2009): "Private Equity, Productivity and Earnings"; PSIRU - Public Services International Research Unit; Union, Unite Trade, Greenwich.
- Hall, G. und Tu, C. (2003): "Venture Capitalists and the Decision to Invest Overseas"; In: *Venture Capital*; Vol. 5, Iss. 2; S. 181-191.
- Hall, J. und Hofer, C. W. (1993): "Venture Capitalists' Decision Criteria in New Venture Evaluation"; In: *Journal of Business Venturing*; Vol. 8, Iss. 1; S. 25-42.
- Harris, R., et al. (2005): "Assessing the Impact of Management Buyouts on Economic Efficiency: Plant-Level Evidence from the United Kingdom"; In: *Review of Economics & Statistics*; Vol. 87, S. 148-153.
- Harrison, R. T. und Mason, C. M. (1992): "International Perspectives on the Supply of Informal Venture Capital"; In: *Journal of Business Venturing*; Vol. 7, Iss. 6; S. 459-475.
- Hart, O. (2001): "Financial Contracting"; In: *Journal of Economic Literature*; Vol. 39, Iss. 4; S. 1079 -1101.
- Hassel, A., et al. (2003): "Produkt- versus Kapitalmarkt: Zwei Dimensionen der Internationalisierung von Unternehmen"; Working Papers; Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung; Köln.
- Hayden, C. (1992): "Die Finanzierung der Unternehmensinternationalisierung und deren Ausdruck in der Bilanz"; Dissertationsschrift; Wirtschaftsuniversität Wien; Institut für BWL des Außenhandels; Wien.
- Heckman, J. J. (1979): "Sample Selection Bias as a Specification Error"; In: *Econometrica*; Vol. 47, Iss. 1; S. 153-161.
- Heckman, J. J., et al. (1998): "Matching as an Econometric Evaluation Estimator"; In: *Review of Economic Studies*; Vol. 65, Iss. 223; S. 261-294.
- Heckman, J. J., et al. (1999): "The Economics and Econometrics of Active Labor Market Programs"; In: A., Ashenfelter and Card, D. [Hrsg.] *Handbook of Labour Economics*; Elsevier Science B.V.; Amsterdam.

- Hellmann, T. F. (1998): "The Allocation of Control Rights in Venture Capital Contracts"; In: *RAND Journal of Economics*; Vol. 29, Iss. 1; S. 57-76.
- Hellmann, T. F. und Puri, M. (1999): "The Interaction between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital"; Working Paper; University of British Columbia - Sauder School of Business; Vancouver.
- Hellmann, T. F. und Puri, M. (2002a): "Venture Capital and the Professionalization of Start-up Firms: Empirical Evidence"; In: *Journal of Finance*; Vol. 57, Iss. 1; S. 169-197.
- Hellmann, T. F. und Puri, M. (2002b): "On the Fundamental Role of Venture Capital"; In: *Economic Review*; Vol. 87, Iss. 4; S. 19 - 24.
- Hendel, H. (2003): "Die Bewertung von Start-up-Unternehmen im Rahmen von Venture Capital Finanzierungen - Anwendungsmöglichkeiten der Realoptionstheorie"; Shaker; Aachen.
- Henselmann, K. und Kniest, W. (2002): "Unternehmensbewertung: Praxisfälle mit Lösungen"; Verlag Neue Wirtschafts-Briefe; Herne.
- Henzler, R. (1962): "Betriebswirtschaftslehre des Außenhandels"; Gabler; Wiesbaden.
- Higashide, H. und Birley, S. (2000): "Value Created through the Socially Complex Relationship between the Venture Capitalist and the Entrepreneurial Team?"; Babson College; Wellesley, M.A.
- Higashide, H. und Birley, S. (2002): "The Consequences of Conflict between the Venture Capitalist and the Entrepreneurial Team in the United Kingdom from the Perspective of the Venture Capitalist"; In: *Journal of Business Venturing*; Vol. 17, Iss. 1; S. 59-81.
- Hill, C. W. L., et al. (1990): "An Eclectic Theory of the Choice of International Entry Mode"; In: *Strategic Management Journal*; Vol. 11, Iss. 2; S. 117-128.
- Hochberg, Y. V. (2003): "Venture Capital and Corporate Governance in the Newly Public Firm"; Working Paper: AFA 2004 Conference San Diego; Northwestern University - Kellogg School of Management; Chicago.
- Hochedlinger, G. (2003): "Term Sheets, Letter of Intent & Memorandum of Understanding - Unbekannte Wesen im österreichischen Zivilrecht"; In:

- Kofler, Georg and Polster-Grüll, Barbara [Hrsg.] *"Private Equity & Venture Capital - Finanzwirtschaftliche, steuerliche und rechtliche Aspekte der Finanzierung mit Risikokapital"*; Linde Verlag; Wien.
- Hofer, G. (2005): "Venture Capital Investments - the Importance of Support Provided by Venture Capitalists"; Dissertationsschrift; Wirtschaftsuniversität Wien; Institut für Entrepreneurship and Innovation; Wien.
- Hofer, G. (2007): "Smart Money by Venture Capitalists - a Two-Sided Coin"; VDM Müller; Saarbrücken.
- Holm, S. (1979): "A Simple Sequentially Rejective Multiple Test Procedure"; In: *Scandinavian Journal of Statistics*; Vol. 6, Iss. 2; S. 65-70.
- Holmstrom, B. und Milgrom, P. (1991): "Multitask Principal-Agent Analyses: Incentive Contracts, Asset Ownership, and Job Design"; In: *Journal of Law, Economics, & Organization*; Vol. 7, Iss. Special Issue, Papers from the Conference the New Science of Organization; S. 24-52.
- Holthausen, R. W. und Larcker, D. F. (1998): "The Financial Performance of Reverse Leveraged Buyouts"; In: *Journal of Financial Economics*; Vol. 47, Iss. 1; S. 123-123.
- Holzmüller, H. H. und Kasper, H. (1991): "On a Theory of Export Performance: Personal and Organizational Determinants of Export Trade Activities Observed in Small and Medium-Sized Firms"; In: *Management International Review*; Vol. 31, Iss. 1; S. 45 - 70.
- Horstmann, J. (2007): "Master the Next Buyout Wave: European Private Equity Outlook 2008"; Roland Berger Strategy Consultants; Vienna.
- Houben, E. (2002): "Venture Capital, Double-Sided Adverse Selection, and Double-Sided Moral Hazard"; Working Paper; University of Kiel - Faculty of Economics and Social Sciences; Kiel.
- Hsu, D. H. (2004): "What Do Entrepreneurs Pay for Venture Capital Affiliation?"; In: *The Journal of Finance*; Vol. 59, Iss. 4; S. 1805-1844.
- Hsu, Y. (2011): "Staging of Venture Capital Investment: A Real Options Analysis"; Working Paper: SSRN eLibrary.

- Hubert, F. (1998): "Kapitalstruktur und Wettbewerbsstrategie"; In: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*; Vol. Ergänzungsheft Finanzierung, Iss. 2; S. 167 - 185.
- Ietto-Gillies, G. (1998): "Different Conceptual Frameworks for the Assessment of the Degree of Internationalization: An Empirical Analysis of Various Indices for the Top 100 Transnational Corporations"; In: *Transnational Corporations*; Vol. 7, Iss. 1; S. 17-40.
- Inderst, R. und Mueller, H. M. (2002): "Venture Capital Contracts and Market Structure"; Working Paper: SSRN eLibrary.
- International Working Group of Sovereign Wealth Funds (2008): "Sovereign Wealth Funds - Generally Accepted Principles and Practices - "Santiago Principles"; International Monetary Fund, Washington.
- Isaksson, A., et al. (2004): "Institutional Theory and Contracting in Venture Capital: The Swedish Experience"; In: *Venture Capital*; Vol. 6, Iss. 1; S. 47-71.
- Ithmar Capital (2007): "The Impact of Private Equity on the GCC"; Dow Jones Private Equity, Dubai.
- Jääskeläinen, M. (2009): "Network Resources of Venture Capitalists: The Effects of Resource Leverage and Status on Partner Exploration of Venture Capital Firms"; Working Paper; Helsinki University of Technology; Helsinki.
- Jääskeläinen, M., et al. (2006): "Allocation of Attention to Portfolio Companies and the Performance of Venture Capital Firms"; In: *Entrepreneurship: Theory & Practice*; Vol. 30, Iss. 2; S. 185-206.
- Jackson, T. (2009): "Private Equity Set to Become a Weapon of Mass Destruction"; Financial Times Online Edition - published July 5; London.
- Jaffee, D. M. und Russell, T. (1976): "Imperfect Information, Uncertainty, and Credit Rationing"; In: *Quarterly Journal of Economics*; Vol. 90, Iss. 4; S. 651-666.
- Jain, B. A. und Kini, O. (1995): "Venture Capitalist Participation and the Post-Issue Operating Performance of IPO Firms"; In: *Managerial and Decision Economics*; Vol. 16, Iss. 6; S. 593-606.
- Janeba-Hirtl, E. und Höbart, J. (2003): "Idealtypischer Ablauf einer Venture Capital Finanzierung"; In: Kofler, Georg and Polster-Grüll, Barbara [Hrsg.] *"Private*

- Equity & Venture Capital - Finanzwirtschaftliche, steuerliche und rechtliche Aspekte der Finanzierung mit Risikokapital*"; Linde Verlag; Wien.
- Jelic, R., et al. (2005): "Performance of Private to Public MBOs: The Role of Venture Capital"; In: *Journal of Business Finance & Accounting*; Vol. 32, Iss. 3/4; S. 643-681.
- Jensen, M. C. (1989): "Eclipse of the Public Corporation"; In: *Harvard Business Review*; Vol. 67, Iss. 5; S. 61-74.
- Jensen, M. C. und Meckling, W. H. (1976): "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure"; In: *Journal of Financial Economics*; Vol. 3, Iss. 4; S. 305-360.
- Jesch, T. (2004): "Private - Equity - Beteiligungen: Wirtschaftliche, rechtliche und steuerliche Rahmenbedingungen aus Investorensicht "; Gabler Verlag; Wiesbaden.
- Johanson, J. und Mattsson, L.-G. (1991): "Strategic Adaptation of Firms to the European Single Market a Network Approach"; In: Mattsson, Lars-Gunnar and Stymne, Bengt S. [Hrsg.] *"Corporate and Industry Strategies for Europe: Adaptations to the European Single Market in a Global Industrial Environment"*; North Holland; Amsterdam.
- Johanson, J. und Pahlberg, C. (2006): "Learning and Networking in the Internationalisation of the Firm"; Edward Elgar; Cheltenham.
- Johanson, J. und Vahlne, J.-E. (1977): "The Internationalization Process of the Firm-a Model of Knowledge Development and Increasing Foreign Market Commitments"; In: *Journal of International Business Studies*; Vol. 8, Iss. 1; S. 23-32.
- Johanson, J. und Vahlne, J.-E. (1994): "The Internationalization Process of the Firm - a Model of Knowledge Development and Increasing Foreign Market Commitments"; In: Johanson, Jan [Hrsg.] *"Internationalization, Relationships and Networks"*; Palgrave MacMillan, Boston.
- Johanson, J. und Wiedersheim-Paul, F. (1975): "The Internationalization of the Firm - Four Swedish Cases"; In: *Journal of Management Studies*; Vol. 12, Iss. 3; S. 305-322.

- Jones, C. M. und Rhodes-Kropf, M. (2003): "The Price of Diversifiable Risk in Venture Capital and Private Equity"; Working Paper: SSRN eLibrary.
- Jud, T. (2003): "Private Equity und Venture Capital und seine Entwicklung in Österreich"; In: Kofler, Georg and Polster-Grüll, Barbara [Hrsg.] *"Private Equity & Venture Capital - Finanzwirtschaftliche, steuerliche und rechtliche Aspekte der Finanzierung mit Risikokapital"*; Linde Verlag; Wien.
- Jungman, H. (2003): "The Value Adding Role of V2C - Searching Evidence from the Value Added Provided by Private Equity Investors "; Working Paper: Frontiers of E-Business Research; Tampere University of Technology; Tampere.
- Kanniainen, V. und Keuschnigg, C. (2003): "The Optimal Portfolio of Start-up Firms in Venture Capital Finance"; In: *Journal of Corporate Finance*; Vol. 9, Iss. 5; S. 521-534.
- Kaplan, S. N. (1989a): "Management Buyouts: Evidence on Taxes as a Source of Value"; In: *Journal of Finance*; Vol. 44, Iss. 3; S. 611-632.
- Kaplan, S. N. (1989b): "The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value"; In: *Journal of Financial Economics*; Vol. 24, Iss. 2; S. 217-254.
- Kaplan, S. N. (1991): "The Staying Power of Leveraged Buyouts"; In: *Journal of Financial Economics*; Vol. 29, Iss. 2; S. 287-313.
- Kaplan, S. N., et al. (2007): "How Do Legal Differences and Experience Affect Financial Contracts?"; In: *Journal of Financial Intermediation*; Vol. 16, Iss. 3; S. 273-311.
- Kaplan, S. N. und Schoar, A. (2005): "Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows"; In: *Journal of Finance*; Vol. 60, S. 1791-1823.
- Kaplan, S. N. und Stein, J. C. (1993): "The Evolution of Pricing and Financial Structure in the 1980s"; In: *Quarterly Journal of Economics*; Vol. 108, Iss. 2; S. 313 - 357.
- Kaplan, S. N. und Strömberg, P. (2001): "Venture Capitalists as Principals: Contracting, Screening, and Monitoring"; In: *American Economic Review*; Vol. 91, Iss. 2; S. 426-430.

- Kaplan, S. N. und Strömberg, P. (2003): "Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts"; In: *Review of Economic Studies*; Vol. 70, Iss. 243; S. 281-315.
- Kaplan, S. N. und Strömberg, P. (2004): "Characteristics, Contracts, and Actions: Evidence from Venture Capitalist Analyses"; In: *Journal of Finance*; Vol. 59, Iss. 5; S. 2177-2210.
- Kaserer, C. und Diller, C. (2004): "Cash-Flows und Performance von europäischen Private Equity-Fonds"; In: *Finanz Betrieb*; Vol. 5, Iss. 1; S. 400 - 407.
- Kaserer, C. und Diller, C. (2007): "What Drives Private Equity Returns? - Fund Inflows, Skilled Gps, and/or Risk?"; Working Paper: SSRN eLibrary.
- Kasper, H. und Holzmüller, H. H. (1989): "Psychostrukturelle Merkmale von Exportmanagern, Organisationskultur und Exporterfolg - Eine kausalanalytische Untersuchung"; In: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*; Vol. 59, Iss. 12; S. 1297 - 1323.
- Kasper, H. und Holzmüller, H. H. (1990): "Organisationskulturelle Muster als Determinanten Des Exporterfolges"; In: Lattmann, Charles [Hrsg.] *"Unternehmenskultur - Ihre Grundlagen und ihre Bedeutung für die Führung der Unternehmung"*; Management Forum; Berlin.
- Kasper, H. und Loisch, U. C. (2005): "Maßnahmen zur Steigerung der Exportquote in österreichischen Klein- und Mittelbetrieben"; Wirtschaftsuniversität Wien, Institut für Change Management und Management Development; Forschungsbericht, Wien.
- Kaya, M. (2007): "Verfahren der Datenerhebung"; In: Albers, Sönke, et al. [Hrsg.] *"Methodik der empirischen Forschung"*; Gabler Verlag; Wiesbaden.
- Kaymer, K. P. und Kleine, J. (2007): "Private Equity - Herausforderungen für den Investor"; In: *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*; Vol. 45, Iss. 16; S. 863-866.
- Khinast-Sittenthaler, C. (2003): "Exitstrategien - Trade Sale, Initial Public Offering, Buy Back, Secondary Sale und Liquidation"; In: Kofler, Georg and Polster-Grüll, Barbara [Hrsg.] *"Private Equity & Venture Capital - Finanzwirtschaftliche, steuerliche und rechtliche Aspekte der Finanzierung mit Risikokapital"*; Linde Verlag; Wien.

- Kienbaum Consulting (2006): "Recruiting in PE/VC-finanzierten Unternehmen"; Kienbaum Beratungen GmbH; Wien.
- Kitcing, J. (1989): "Early Returns on LBOs"; In: *Harvard Business Review*; Vol. 67, Iss. 6; S. 74-81.
- Kitzmann, J. (2005): "Private Equity in Deutschland - Zur Performance von Management Buyouts"; Dissertationsschrift; EBS Universität für Wirtschaft und Recht European Business School; Oestrich-Winkel.
- Klausner, M. D. und Litvak, K. (2004): "What Economists Have Taught US About Venture Capital Contracting"; Working Paper: SSRN eLibrary.
- Knabe, A. und Walther, U. (2005): "Zur Unterscheidung von Eigenkapital und Fremdkapital - Überlegungen zu alternativen Klassifikationsansätzen der Außenfinanzierung"; Working Papers; Technische Universität Bergakademie Freiberg; Freiberg.
- Knight, R. M. (1994): "Criteria Used by Venture Capitalists: A Cross Cultural Analysis"; In: *International Small Business Journal*; Vol. 13, Iss. 1; S. 26-37.
- Knill, A. M. (2009): "Should Venture Capitalists Put All Their Eggs in One Basket? Diversification Versus Pure Play Strategies in Venture Capital"; Working Paper; Florida State University.
- Köckeis-Stangl, E. (1980): "Methoden der Sozialisationsforschung"; In: Ulich, Dieter and Hurrelmann, Klaus [Hrsg.] "*Handbuch der Sozialisationsforschung*"; Beltz Verlag; Weinheim/Basel.
- Kockesen, L. und Ozerturk, S. (2002): "Staged Financing and Endogenous Lock-In: A Model of Start-up Finance"; Working Papers; Koc University - Department of Economics; Istanbul.
- Kortum, S. und Lerner, J. (1998): "Does Venture Capital Spur Innovation"; NBER Working Paper Series; National Bureau of Economic Research; Cambridge.
- Kortum, S. und Lerner, J. (2000): "Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation"; In: *The Rand Journal of Economics*; Vol. 31, Iss. 4; S. 674-692.

- Kotha, S., et al. (2001): "Assets and Actions: Firm-Specific Factors in the Internationalization of U.S. Internet Firms"; In: *Journal of International Business Studies*; Vol. 32, Iss. 4; S. 769-791.
- Kothari, S. P. und Warner, J. (2006): "Econometrics of Event Studies"; In: Eckbo, Espen [Hrsg.] *"Handbook of Corporate Finance, Volume 1: Empirical Corporate Finance"*; North Holland; Amsterdam.
- KPMG (2002): "Insight into Portfolio Management - Private Equity Research Programme"; Manchester Business School; Manchester.
- Kraft, V. (2001): "Private Equity-Investitionen in Turnarounds und Restrukturierungen"; Dissertationsschrift; Universität St. Gallen; Fakultät für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften; St.Gallen.
- Kranz, P. (2008): "Managementunterstützung von mittleren Unternehmen bei Private Equity"; Dissertationsschrift; Universität St. Gallen; Fakultät für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften; St. Gallen.
- Kraus, A. und Litzenberger, R. H. (1973): "A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage"; In: *The Journal of Finance*; Vol. 28, Iss. 4; S. 911-922.
- Kreuter, B. und Gottschalg, O. (2005): "Mythen und Wahrheiten über die Einflussfaktoren von Buy-out-Performance"; In: *M&A Review*; Vol. 8, Iss. 9; S. 353 - 358.
- Kreuter, B., et al. (2006): "Truths and Myths About Determinants of Buyout Performance"; Working Paper; HEC School of Management; Paris.
- Krieger, A. (2006): "Kann ein Unternehmen sich selbst Kaufen?"; Hans Böckler Stiftung; Gutachten für die IG Metall, Magazin für Mitbestimmung, Düsseldorf.
- Krohmer, P., et al. (2009): "The Bright and Dark Side of Staging: Investment Performance and the Varying Motivations of Private Equity Firms"; In: *Journal of Banking & Finance*; Vol. 33, Iss. 9; S. 1597-1609.
- Kromirs, M. (2002): "An Overview of the Venture Capital Industry"; Venture Investment Associates; Alt Assets - Online, New York.

- Kuckertz, A. und Middelberg, N. (2008): "Signaling im Prozess des Fundraisings von Venture Capital Gesellschaften"; In: *Finanz Betrieb*; Vol. 7-8, Iss. 1; S. 556-563.
- Kutschker, M. und Schmid, S. (2008): "Internationales Management; 6. überarbeitete und aktualisierte Auflage"; Oldenbourg Verlag; München.
- Lamnek, S. (1993): "Qualitative Sozialforschung - Band I Methodologie, 2.,überarbeitete Auflage"; Psychologie Verlags Union; Weinheim.
- Landau, C. (2010): "Wertschöpfungsbeiträge durch Private-Equity- Gesellschaften bei europäischen Buyouts - Theoretische Betrachtung aus der Perspektive des ressourcenbasierten Ansatzes des strategischen Managements und eine empirische Untersuchung mittels Strukturgleichungsmodellierung"; Dissertationsschrift; Universität Erlangen-Nürnberg; Rechts- und Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät; Nürnberg.
- Landstöm, H., et al. (1998): "Contracts between Entrepreneurs and Investors: Terms and Negotiation Processes"; In: Bygrave, William D. [Hrsg.] *"Frontiers of Entrepreneurship Research"*; Wellesley; Babson College.
- Landström, H. (2007): "Handbook of Research on Venture Capital"; Edward Elgar Publishing; Northampton.
- Lange, J. E., et al. (2001): "Smart Money? The Impact of Having Top Venture Capital Investors and Underwriters Backing a Venture"; In: *Venture Capital*; Vol. 3, Iss. 4; S. 309-326.
- Lehmann, E. E. (2006): "Does Venture Capital Syndication Spur Employment Growth and Shareholder Value? Evidence from German IPO Data"; In: *Small Business Economics*; Vol. 26, Iss. 5; S. 455 - 464.
- Leitinger, R., et al. (2000): "Venture Capital und Börsengänge - Von der Produktidee zum internationalen Nischenspezialisten"; Manz Verlag; Wien.
- Lenzinger, T. (1997): "Erfahrungen bei der Einführung eines Beteiligungsfonds"; In: Stadler, Wilfried [Hrsg.] *"Beteiligungsfinanzierung - Neue Chancen für Risikokapital"*; Manz Verlag; Wien.
- Lerner, J. (1994a): "The Syndication of Venture Capital Investments"; In: *FM: The Journal of the Financial Management Association*; Vol. 23, Iss. 3; S. 16-27.

- Lerner, J. (1994b): "Venture Capitalists and the Decision to Go Public"; In: *Journal of Financial Economics*; Vol. 35, Iss. 3; S. 293-316.
- Lerner, J. (1995): "Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms"; In: *Journal of Finance*; Vol. 50, Iss. 1; S. 301-318.
- Lerner, J. (1996): "The Government as a Venture Capitalist: The Long-Run Impact of the SIBR Program"; NBER Working Paper Series; Cambridge.
- Lerner, J. und Schoar, A. (2005): "Does Legal Enforcement Affect Financial Transactions? The Contractual Channel in Private Equity"; In: *Quarterly Journal of Economics*; Vol. 120, S. 223-246.
- Lerner, J., et al. (2008): "Private Equity and Long-Run Investment: The Case of Innovation"; In: *World Economic Forum - Globalization of Alternative Investments*; Vol. 1, S. 27 - 42.
- Leslie, P. und Oyer, P. (2008): "Managerial Incentives and Value Creation: Evidence Form Private Equity"; NBER Working Paper Series; Cambridge.
- Levie, J. und Gimmon, E. (2008): "Mixed Signals: Why Investors May Misjudge First Time High Technology Venture Founders"; In: *Venture Capital*; Vol. 10, Iss. 3; S. 233-256.
- Li, J. und Mahoney, J. T. (2006): "A Real Options View of Corporate Venture Capital Investment Decisions: An Empirical Examination"; Working Papers; University of Illinois at Urbana-Champaign, College of Business; Urbana-Champaign.
- Lichtenberg, F. R. und Siegel, D. (1990): "The Effects of Leveraged Buyouts on Productivity and Related Aspects of Firm Behavior"; In: *Journal of Financial Economics*; Vol. 27, Iss. 1; S. 165-194.
- Liebesskind, J., et al. (1992): "LBOs, Corporate Restructuring, and the Incentive-Intensity Hypothesis"; In: *Financial Management*; Vol. 21, Iss. 1; S. 73-88.
- Lin, T. H. und Smith, R. L. (1998): "Insider Reputation and Selling Decisions: The Unwinding of Venture Capital Investments During Equity IPOs"; In: *Journal of Corporate Finance*; Vol. 4, Iss. 3; S. 241-263.

- Lindsey, L. (2008): "Blurring Firm Boundaries: The Role of Venture Capital in Strategic Alliances"; In: *Journal of Finance*; Vol. 63, Iss. 3; S. 1137-1168.
- Lockett, A., et al. (2006): "Opening up the Investor - Investee Dyad: Syndicates, Teams, and Networks"; In: *Entrepreneurship: Theory & Practice*; Vol. 30, Iss. 2; S. 117-130.
- Lockett, A. und Wright, M. (1999): "The Syndication of Private Equity: Evidence from the UK"; In: *Venture Capital*; Vol. 1, Iss. 4; S. 303-324.
- Lockett, A. und Wright, M. (2001): "The Syndication of Venture Capital Investments"; In: *Omega*; Vol. 29, Iss. 5; S. 375-390.
- Lockett, A. und Wright, M. (2002): "Venture Capital in Asia and the Pacific Rim"; In: *Venture Capital*; Vol. 4, Iss. 3; S. 183-195.
- Lockett, A., et al. (2008): "The Export Intensity of Venture Backed Companies"; In: *Small Business Economies*; Vol. 31, Iss. 1; S. 39-58.
- Lockett, A., et al. (2002): "Venture Capital Investors, Valuation and Information: A Comparative Study of the US, Hong Kong, India and Singapore"; In: *Venture Capital*; Vol. 4, Iss. 3; S. 237-252.
- Loisch, U. C. (2006): "Organisationskultur als Einflussgröße der Export Performance - Eine empirische Analyse im Kontext von Klein- und Mittelbetrieben"; Dissertationsschrift; Wirtschaftsuniversität Wien; Institute for Change Management und Management Development; Wien.
- Long, W. F. und Ravenscraft, D. J. (1993a): "The Financial Performance of Whole Company LBOs"; Working paper; Centre for Economic Studies, U.S. Consensus Bureau; Washington.
- Long, W. F. und Ravenscraft, D. J. (1993b): "Decade of Debt - Lessons from LBOs in the 1980s"; In: Blair, Margaret [Hrsg.] *"The Deal Decade - What Takeovers and Leveraged Buyouts Mean for Corporate Governance"*; The Brookings Institution; Washington.
- Loos, N. (2006): "Value Creation in Leveraged Buyouts - Analysis of Factors Driving Private Equity Investment Performance"; Dissertationsschrift; Universität St. Gallen; Institut für Führung und Personalmanagement; St. Gallen.

- Lossen, U. (2007a): "Portfolio Strategies of Private Equity Firms Theory and Evidence"; Deutscher Universitätsverlag; Gabler Edition Wissenschaft; Wiesbaden.
- Lossen, U. (2007b): "Performance of Private Equity Funds: Does Diversification Matter? "; In: Franke, Nikolaus and Harhoff, Dieter [Hrsg.] *"Portfolio Strategies of Private Equity Firms - Theory and Evidence"*; Munich School of Management; Munich.
- Lutz, E. und Achleitner, A.-K. (2009): "Angels or Demons? Evidence on the Impact of Private Equity Firms on Employment"; In: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft (ZfB)*, Special Issue Entrepreneurial Finance, Iss. 5; S. 53-81.
- MacMillan, I. C., et al. (1989): "Venture Capitalists' Involvement in Their Investments: Extent and Performance"; In: *Journal of Business Venturing*; Vol. 4, Iss. 1; S. 27-47.
- MacMillan, I. C., et al. (1985): "Criteria Used by Venture Capitalists to Evaluate New Venture Proposals"; In: *Journal of Business Venturing*; Vol. 1, Iss. 1; S. 119-128.
- MacMillan, I. C., et al. (1987): "Criteria Distinguishing Successful from Unsuccessful Ventures in the Venture Screening Process"; In: *Journal of Business Venturing*; Vol. 2, Iss. 2; S. 123-137.
- Madhavan, R. und Iriyama, A. (2009): "Understanding Global Flows of Venture Capital: Human Networks as the 'Carrier Wave' of Globalization"; In: *Journal of International Business Studies*; Vol. 40, Iss. 8; S. 1241-1259.
- Madura, J. (2006): "International Corporate Finance - 8th Edition"; Thomson South Western; Mason, Ohio.
- Mainprize, B., et al. (2003): "Caprice Versus Standardization in Venture Capital Decision Making"; In: *Journal of Private Equity*; Vol. 7, Iss. 1; S. 15-25.
- Mäkelä, M. M. (2004): "Essays on Cross-Border Venture Capital"; Dissertationsschrift; Helsinki University of Technology; Institute of Strategy and International Business; Helsinki.
- Mäkelä, M. M. und Maula, M. V. J. (2006): "Interorganizational Commitment in Syndicated Cross-Border Venture Capital Investments"; In: *Entrepreneurship: Theory & Practice*; Vol. 30, Iss. 2; S. 273-298.

- Manigart, S., et al. (2000): "Venture Capitalists, Investment Appraisal and Accounting Information: A Comparative Study of the USA, UK, France, Belgium and Holland"; In: *European Financial Management*; Vol. 6, Iss. 3; S. 389-403.
- Manigart, S., et al. (2002a): "The Impact of Trust on Private Equity Contracts"; Vlerick Leuven Gent Management School Working Paper Series; Vlerick Leuven Gent Management School; Gent.
- Manigart, S., et al. (2006): "Venture Capitalists' Decision to Syndicate"; In: *Entrepreneurship: Theory & Practice*; Vol. 30, Iss. 2; S. 131-153.
- Manigart, S. und Van Hyfte, W. (1999): "Post-Investment Evolution of Belgian Venture Capital Backed Companies: An Empirical Study"; *Frontiers of Entrepreneurship Research*, Babson College; Vlerick Leuven Gent Management School and University of Ghent; Gent.
- Manigart, S., et al. (2002b): "Why Do European Venture Capital Companies Syndicate?"; Working Paper; Vlerick Leuven Gent Management School; Gent.
- Manigart, S., et al. (1997): "Venture Capitalists' Appraisal of Investment Projects: An Empirical European Study"; In: *Entrepreneurship: Theory & Practice*; Vol. 21, Iss. 4; S. 29-43.
- Markowitz, H. (1952): "Portfolio Selection"; In: *The Journal of Finance*; Vol. 7, Iss. 1; S. 77-91.
- Martens, P. (2008): "Fonds: Das Klischee von der aggressiven Heuschrecke"; *Die Presse Online* - 10.09.2008; Salzburg.
- Marx, L. M. (1998): "Efficient Venture Capital Financing Combining Debt and Equity"; In: *Review of Economic Design*; Vol. 3, Iss. 4; S. 371-387.
- Maula, M. und Mäkelä, M. M. (2003): "Cross-Border Venture Capital"; In: Hyytinen, Ari and Pajarinen, Mika [Hrsg.] *Financial Systems and Firm Performance: Theoretical and Empirical Perspectives*; Helsinki University of Technology; Helsinki.
- Mayring, P. (2002): "Einführung in die qualitative Sozialforschung: Eine Anleitung zu qualitativem Denken"; Beltz Verlag; Weinheim.

- McDougall, P. P. (1989): "International versus Domestic Entrepreneurship: New Venture Strategic Behavior and Industry Structure"; In: *Journal of Business Venturing*; Vol. 4, Iss. 6; S. 387-400.
- McDougall, P. P., et al. (2003): "A Comparison of International and Domestic New Ventures"; In: *Journal of International Entrepreneurship*; Vol. 1, Iss. 1; S. 59-82.
- Meerkatt, H., et al. (2008): "The Advantage of Persistence: How the Best Private-Equity Firms Beat the Fade"; IESE Business School, Boston Consulting Group, Madrid.
- Meerkatt, H., et al. (2009): "Why Private Equity Is Here to Stay"; IESE Business School; Boston Consulting Group, Madrid.
- Meggison, W. L. und Weiss, K. A. (1991): "Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings"; In: *Journal of Finance*; Vol. 46, Iss. 3; S. 879-903.
- Mehrmann, E. und Wirtz, T. (1996): "Controlling für die Praxis - kompetent informieren, rational planen, richtig entscheiden"; Econ-Taschenbuch-Verlag; Düsseldorf.
- Meidl, C. N. (2009): "Wissenschaftstheorien für Sozialforscherinnen"; Böhlau Verlag Ges.m.b.H.; Wien.
- Meier, D. (2006): "Post-Investment Value Addition to Buyouts - Analysis of European Private Equity Firms"; Dissertationsschrift; Reinisch-Westfälische Technische Hochschule Aachen; Lehrstuhl Wirtschaftswissenschaften für Ingenieure und Naturwissenschaftler; Aachen.
- Meier, D., et al. (2006b): "How Acquirers Contribute to Post Investment Value Addition to Buyouts - a Resource Dependence Perspective"; HEC Working Papers; HEC Business School; Paris.
- Meier, D., et al. (2006a): "Wertsteigerung bei Buyouts in der Post Investment-Phase – Der Beitrag von Private Equity-Firmen zum operativen Erfolg ihrer Portfoliounternehmen im europäischen Vergleich"; In: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*; Vol. 76, Iss. 10; S. 1035-1066.
- Meissner, H. G. (1995): "Strategisches internationales Marketing"; Oldenbourg Verlag; München.

- Meuleman, M., et al. (2009b): "Agency, Strategic Entrepreneurship, and the Performance of Private Equity-Backed Buyouts"; In: *Entrepreneurship Theory and Practice*; Vol. 33, Iss. 1; S. 213-239.
- Meuleman, M., et al. (2009a): "Private Equity Syndication: Agency Costs, Reputation and Collaboration"; In: *Journal of Business Finance & Accounting*; Vol. 36, Iss. 5/6; S. 616-644.
- Meyer, T. und Mathonet, P.-Y. (2005): "Beyond the J Curve - Managing a Portfolio of Venture Capital and Private Equity Funds"; John Wiley & Sons, Ltd; Chichester.
- Mezias, J. M. und Starbuck, W. H. (2003): "Studying the Accuracy of Managers' Perceptions: A Research Odyssey"; In: *British Journal of Management*; Vol. 14, Iss. 1; S. 3-17.
- Mitschke-Collande, S. v. (2010): "Sources of Deal Flow and the Internationalisation Process of Venture Capital Companies - The Example of the French and German Venture Capital Markets"; Diplomarbeit; Wirtschaftsuniversität Wien; Institut für BWL des Außenhandels; Wien.
- Mittendorfer, R. (2000): "Die Szenerie der Investoren"; In: Stadler, Wilfried [Hrsg.] *"Venture Capital und Private Equity - Erfolgreich wachsen mit Beteiligungskapital"*; Fachverlag Deutscher Wirtschaftsdienst; Köln.
- Mittendorfer, R. (2007): "Praxishandbuch der Akquisitionsfinanzierung - Erfolgsfaktoren fremdfinanzierter Unternehmensübernahmen"; Gabler Verlag; Wiesbaden.
- Mitter, C. (2004): "Investieren in Krisenunternehmen (Vulture Investing)"; In: *Österreichisches Bank Archiv*; Vol. 8, Iss. 4; S. 593-601.
- Modigliani, F. und Miller, M. H. (1958): "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment"; In: *American Economic Review*; Vol. 48, Iss. 3; S. 261 -298.
- Moesel, D. D., et al. (2001): "Embedded Fitness Landscapes-Part 1: How a Venture Capitalist Maps Highly Subjective Risk"; In: *Venture Capital*; Vol. 3, Iss. 2; S. 91-106.

- Moser, R. (2004): "Direktinvestitions-Förderung heute und morgen"; Bundesministerium für Wirtschaft und Arbeit; Österreichs Außenwirtschaft Jahrbuch - Austrian Foreign Trade Yearbook, Wien.
- Moser, R. (2009): "Internationales Management aus der Perspektive der internationalen Finanzierung"; In: Oesterle, Michael-Jörg and Schmid, Stefan [Hrsg.] *"Internationales Management - Forschung, Lehre, Praxis"*; Schäffer-Poeschel Verlag; Stuttgart.
- Mößlang, A. M. (1995): "Internationalisierung von Dienstleistungsunternehmen - Empirische Relevanz, Systematisierung, Gestaltung"; Gabler Verlag; Wiesbaden.
- Muckler, F. A. und Seven, S. A. (1992): "Selecting Performance Measures: 'Objective' Versus 'Subjective' Measurement"; In: *Human Factors*; Vol. 34, Iss. 4; S. 441-455.
- Müllner, J. (2010): "Investor Involvement and the Impact on Firm Internationalization: A Conceptual Framework"; Paper presented at the Academy of International Business Annual Conference 2010; Wirtschaftsuniversität Wien; Rio De Janeiro.
- Munari, F., et al. (2006): "The Heterogeneity of Private Equity Firms and Its Impact on Post-Buyout Performance: Evidence from the United Kingdom"; Cass Business School Research Paper; University of Bologna - Department of Management; Bologna.
- Murray, G. C. und Lott, J. (1995): "Have UK Venture Capitalists a Bias against Investment in New Technology-Based Firms?"; In: *Research Policy*; Vol. 24, Iss. 2; S. 283-299.
- Muscarella, C. J. und Vetsuypens, M. R. (1990): "Efficiency and Organizational Structure: A Study of Reverse LBOs"; In: *Journal of Finance*; Vol. 45, Iss. 5; S. 1389-1413.
- Muzyka, D., et al. (1996): "Trade-Offs in the Investment Decisions of European Venture Capitalists"; In: *Journal of Business Venturing*; Vol. 11, Iss. 4; S. 273-287.
- Myers, S. C. und Majluf, N. S. (1984): "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have"; In: *Journal of Financial Economics*; Vol. 13, Iss. 2; S. 187-221.

- Nahapiet, J. und Ghoshal, S. (1998): "Social Capital, Intellectual Capital and the Organizational Advantage"; In: *Academy of Management Review*; Vol. 23, Iss. 2; S. 242-266.
- Nahata, R. (2008): "Venture Capital Reputation and Investment Performance"; In: *Journal of Financial Economics*; Vol. 90, Iss. 2; S. 127-151.
- Nicolai, A. und Kieser, A. (2002): "Trotz eklatanter Erfolglosigkeit: Die Erfolgsfaktorenforschung weiter auf Erfolgskurs"; In: *DBW Die Betriebswirtschaft*; Vol. 6, Iss. 2; S. 579.
- Nikoskelainen, E. und Wright, M. (2007): "The Impact of Corporate Governance Mechanisms on Value Increase in Leveraged Buyouts"; In: *Journal of Corporate Finance*; Vol. 13, Iss. 4; S. 511-537.
- Norton, E. (1995): "Venture Capital as an Alternative Means to Allocate Capital: An Agency-Theoretic View"; In: *Entrepreneurship: Theory & Practice*; Vol. 20, Iss. 2; S. 19 - 30.
- Norton, E. und Tenenbaum, B. H. (1992): "Factors Affecting the Structure of U.S. Venture Capital Deals"; In: *Journal of Small Business Management*; Vol. 30, Iss. 3; S. 20-29.
- Norton, E. und Tenenbaum, B. H. (1993a): "The Effects of Venture Capitalists' Characteristics on the Structure of the Venture Capital Deal"; In: *Journal of Small Business Management*; Vol. 31, Iss. 4; S. 32-41.
- Norton, E. und Tenenbaum, B. H. (1993b): "Specialization Versus Diversification as a Venture Capital Investment Strategy"; In: *Journal of Business Venturing*; Vol. 8, Iss. 5; S. 431-442.
- Nuechterlein, J. D. (2002): "International Venture Capital: The Role of Start-up Financing in the United States, Europe and Asia"; Working Paper: Economic Strategy and National Security; Council of Foreign Relation; Washington.
- NVCA (2004): "The Venture Capital Industry - an Overview"; National Venture Capital Association, Arlington.
- NVCA (2010a): "Venture Capital Industry Statistics"; National Venture Capital Associations; MoneyTree and PricewaterhouseCoopers, Washington.

- NVCA (2010b): "National Venture Capital Association"; zugegriffen am 17.08.2010.
- O'Farrell, P. N. und Wood, P. A. (1998): "Internationalisation by Business Service Firms: Towards a New Regionally Based Conceptual Framework"; In: *Environment and Planning A*; Vol. 30, Iss. 1; S. 109-128.
- O'Farrell, P. N., et al. (1998): "Internationalisation by Business Service Smes: An Inter-Industry Analysis"; In: *International Small Business Journal*; Vol. 16, Iss. 2; S. 13-33.
- Oesterle, M.-J., et al. (2010): "The Influence of Ownership Structure and Owner Identity on Internationalization"; Paper presented at the Academy of International Business Annual Conference 2010 in Rio De Janeiro, University of Mainz.
- Oesterle, R., et al. (2003): "Die Beteiligungsauswahl durch Venture Capital-Gesellschaften: Entscheidungskriterien bei Projekten unterschiedlicher Reife"; In: *Finanz Betrieb*; Vol. 5, Iss. 6; S. 403-413.
- Ofek, E. (1994): "Efficiency Gains in Unsuccessful Management Buyouts"; In: *Journal of Finance*; Vol. 49, Iss. 2; S. 637-654.
- OGH (1995) 7.12.1995 2 Ob 72 1127/94; 7.12.1995,2 Ob 72, 1127/94; oberstgerichtliche Rechtssprechung.
- OGH (1999) 11.11.1999 6Ob4/99b (1999): OGH 11.11.1999 6ob4/99b; oberstgerichtliche Rechtssprechung.
- Opler, T. C. (1992): "Operating Performance in Leveraged Buyouts: Evidence from 1985-1989"; In: *Financial Management*; Vol. 21, Iss. 1; S. 27-34.
- Osnabrugge, M. V. (2000): "A Comparison of Business Angel and Venture Capitalist Investment Procedures: An Agency Theory-Based Analysis"; In: *Venture Capital*; Vol. 2, Iss. 2; S. 91-109.
- Oxelheim, L., et al. (2001): "On the Treatment of Finance-Specific Factors within the OLI Paradigm"; In: *International Business Review*; Vol. 10, Iss. 4; S. 381-398.
- Parhankangas, A., et al. (2005): "Experience, Contractual Covenants and Venture Capitalists' Responses to Unmet Expectations"; In: *Venture Capital*; Vol. 7, Iss. 4; S. 297-318.

- Parlamentarischer Finanzausschuss (2006): "Gesetzesentwurf Basel II"; Finanzausschuss des Bundesrates, Wien.
- Patricof, A. (1989): "The Internationalization of Venture Capital"; In: *Journal of Business Venturing*; Vol. 4, Iss. 4; S. 227-230.
- Pausenberger, E. und Völker, H. (1985): "Praxis des internationalen Finanzmanagement - Eine empirische Untersuchung von Finanzierung, Kapitalstrukturgestaltung und Cash Management in internationalen Unternehmen"; Gabler Verlag; Wiesbaden.
- Peemöller, V. H., et al. (2001): "Bewertung von Early Stage Investments im Rahmen der Venture Capital Finanzierung"; In: *Finanz Betrieb*; Vol. 5, S. 334 - 344.
- Peggy, M. L. und Sunil, W. (2004): "Grandstanding, Certification and the Underpricing of Venture Capital Backed IPOs"; In: *Journal of Financial Economics*; Vol. 73, Iss. 2; S. 375 - 407.
- Pellón, J. M. (2009): "Economic and Social Impact of Venture Capital & Private Equity in Spain"; Asociacion Espanola De Entidades De Capital-Riesgo (ASCRI); Madrid.
- Pellón, J. M., et al. (2005): "Impact of Venture Capital & Private Equity in Spain: Period 1991 - 2002"; Universidad Complutense de Madrid; (ASCRI), Asociacion Espanola de Entidades de Capital, Madrid.
- Pellón, J. M. und Sala, M. (2010): "Economic and Social Impact of the Private Equity Activity in Spain 2010"; Asociacion Espanola de Entidades de Capital (ASCRI); Madrid.
- Peneder, M. (2006): "Venture Capital: Ergebnisse internationaler Wirkungsanalysen"; In: *WIFO Monatsbericht*; Vol. 79, Iss. 3; S. 161-172.
- Peneder, M., et al. (2006): "Der Einfluss von Private Equity (PE) und Venture Capital (VC) auf Wachstum und Innovationsleistung österreichischer Unternehmen"; Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung; WIFO, Wien.
- Peneder, M. und Wieser, R. (2002): "Der österreichische Markt für Private Equity und Venture Capital 2001"; In: *Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung - Monatsberichte*; Vol. 10, S. 661-667.

- Peng, L. (2001): "Building a Venture Capital Index"; Working Paper; University of Colorado at Boulder; Boulder.
- Peng, M. W. (2001): "The Resource-Based View and International Business"; In: *Journal of Management*; Vol. 27, Iss. 6; S. 803-830.
- Penrose, E. (1959): "The Theory of the Growth of the Firm"; Oxford University Press, New York.
- Pernsteiner, H. (2003): "Venture Capital und ähnliche Formen - Eine finanzwirtschaftliche Erörterung"; In: Kofler, Georg and Polster-Grüll, Barbara [Hrsg.] "*Private Equity & Venture Capital - Finanzwirtschaftliche, steuerliche und rechtliche Aspekte der Finanzierung mit Risikokapital*"; Linde Verlag; Wien.
- Perridon, L. und Steiner, M. (2004): "Finanzwirtschaft der Unternehmung"; Vahlen Verlag; München.
- Perry, L. T. (1988): "The Capital Connection: How Relationships between Founders and Venture Capitalists Affect Innovation in New Ventures"; In: *Academy of Management Executive*; Vol. 2, Iss. 3; S. 205-212.
- Pfaffermayr, M. (1998): "Produktionsnahe Dienstleistungen in Österreich"; Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung (WIFO); Monatsberichte, Wien.
- Pfeifer, B. (2008): "Zur Nachhaltigkeitsorientierung von Private Equity Investoren - Anforderungen und Trends in den Kontrollsystemen der Beteiligungsgesellschaften in Deutschland"; Dissertationsschrift; FGF Entrepreneurship-Research Monographien; EUL Verlag, Lohmar.
- Phalippou und Gottschalg (2009): "The Performance of Private Equity Funds"; In: *The Review of Financial Studies*; Vol. 22, Iss. 4; S. 1747 - 1776.
- Phan, P. H. und Hill, C. W. L. (1995): "Organizational Restructuring and Economic Performance in Leveraged Buyouts: An Ex Post Study"; In: *Academy of Management Journal*; Vol. 38, Iss. 3; S. 704-739.
- Pindur, D. C. (2007): "Value Creation in Successful LBOs"; Dissertationsschrift; Universität Ulm; Fakultät für Mathematik und Wirtschaftswissenschaften; Ulm.

- Plummer, J. L. und Walker, J. (1987): "QED Report on Venture Capital Financial Analysis"; QED Research Inc.; Palo Alto, CA.
- Podsakoff, P. M., et al. (2003): "Common Method Biases in Behavioral Research: A Critical Review of the Literature and Recommended Remedies"; In: *Journal of Applied Psychology*; Vol. 88, Iss. 5; S. 879-904.
- Popper, K. R. (1971): "Logik der Forschung"; Mohr Siebeck; Tübingen.
- Popper, K. R. (1974): "Objektive Erkenntnis - Ein evolutionärer Entwurf"; Hoffmann und Campe; Hamburg.
- Popper, K. R. (1979): "Die beiden Grundprobleme der Erkenntnistheorie"; Mohr Siebeck; Tübingen.
- Pörksen, U. (2005): "Und sie fraßen alles, was im Lande wuchs", *Der Spiegel* am 09.05.2005; Hamburg.
- Poterba, J. M. (1989): "Venture Capital and Capital Gains Taxation"; Working Paper: NBER Working Papers; Cambridge.
- Price Waterhouse Coopers (2005): "Der Einfluss von Private Equity-Gesellschaften auf die Portfoliounternehmen und die deutsche Wirtschaft"; Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK); München.
- Provan, K. G., et al. (2007): "Interorganizational Networks at the Network Level: A Review of the Empirical Literature on Whole Networks"; In: *Journal of Management*; Vol. 33, Iss. 3; S. 479-516.
- Prowse, S. D. (1998): "The Economics of the Private Equity Market"; In: *Economic Review*; Vol. 3rd Quarter; S. 2-45.
- Pruthi, S., et al. (2003): "Do Foreign and Domestic Venture Capital Firms Differ in Their Monitoring of Investees?"; In: *Asia Pacific Journal of Management*; Vol. 20, Iss. 2; S. 175-200.
- Puri, M. und Zarutskie, R. (2008): "On the Life-Cycle Dynamics of Venture-Capital- and Non-Venture Capital Financed Firms"; NBER Working Paper Series; Cambridge.

- Pütter, T. (2006): "Value Creation in Private Equity"; In: Euromoney [Hrsg.] *"International Investment & Securities Review"*; Euromoney; London.
- Rah, J., et al. (1994): "Validation of the Venture Evaluation Model in Korea"; In: *Journal of Business Venturing*; Vol. 9, Iss. 6; S. 509-524.
- Rahul, K. und Michael, A. H. (1998): "Research Notes and Communications Linking Corporate Strategy to Capital Structure: Diversification Strategy, Type and Source of Financing"; In: *Strategic Management Journal*; Vol. 19, Iss. 6; S. 601-610.
- Rappaport, A. (1990): "The Staying Power of the Public Corporation"; In: *Harvard Business Review*; Vol. 68, Iss. 1; S. 96-104.
- Rasiel, E. M. und Friga, P. N. (2002): "The McKinsey Mind - Using McKinsey Tools, Techniques and Strategies in Your Own Company"; McGraw-Hill/Irwin; New York.
- Raudenbush, S. W. und Bryk, A. S. (2006): "Hierarchical Linear Models - Applications and Data Analysis Methods"; Sage Publications; Thousand Oaks, California.
- Reid, G. C. (1999): "The Application of Principal-Agent Methods to Investor-Investee Relations in the UK Venture Capital Industry"; In: *Venture Capital*; Vol. 1, Iss. 4; S. 285-302.
- Renneboog, L., et al. (2007): "Why Do Public Firms Go Private in the UK? The Impact of Private Equity Investors, Incentive Realignment and Undervaluation"; In: *Journal of Corporate Finance*; Vol. 13, Iss. 4; S. 591-628.
- Renneboog, L. und Szilagyi, P. G. (2008): "Corporate Restructuring and Bondholder Wealth"; In: *European Financial Management*; Vol. 14, Iss. 4; S. 792-819.
- Repullo, R. und Suarez, J. (1998): "Venture Capital Finance: A Security Design Approach"; Working Paper: SSRN eLibrary.
- Robinson, R. B. (1987): "Emerging Strategies in the Venture Capital Industry"; In: *Journal of Business Venturing*; Vol. 2, Iss. 1; S. 53-77.
- Rogers, J., et al. (2008): "Private Equity: Tracking the Largest Sponsors"; Moody's Global Corporate Finance; Moody's Investor Service, New York.

- Rosenstein, J. (1988): "The Board and Strategy: Venture Capital and High Technology"; In: *Journal of Business Venturing*; Vol. 3, Iss. 2; S. 159-170.
- Rosenstein, J., et al. (1990): "How Much Do CEOs Value the Advice of Venture Capitalists on Their Boards?"; Working Paper: Frontiers of Entrepreneurship Research, Babson College; Babson Park.
- Rosenstein, J., et al. (1993): "The CEO, Venture Capitalists, and the Board"; In: *Journal of Business Venturing*; Vol. 8, Iss. 2; S. 99-114.
- Ross, S. A. (1973): "The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem"; In: *The American Economic Review*; Vol. 63, Iss. 2; S. 134-139.
- Rotch, W. (1968): "The Pattern of Success in Venture Capital Financing"; In: *Financial Analysts Journal*; Vol. 24, Iss. 5; S. 141-147.
- Ruhnka, J. C. und Young, J. E. (1991): "Some Hypotheses About Risk in Venture Capital Investing"; In: *Journal of Business Venturing*; Vol. 6, Iss. 2; S. 115-133.
- Ruppen, D. A. (2002): "Corporate Governance bei Venture-Capital Unternehmen"; Dissertationsschrift; Universität St. Gallen; Fakultät für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften; St. Gallen.
- Sahlman, W. A. (1988): "Aspects of Financial Contracting in Venture Capital"; In: *Journal of Applied Corporate Finance*; Vol. 1, Iss. 2; S. 23-36.
- Sahlman, W. A. (1990): "The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations"; In: *Journal of Financial Economics*; Vol. 27, Iss. 2; S. 473-521.
- Salim, C., et al. (2007): "Venture Capitalists, Business Angels, and Performance of Entrepreneurial Ipos in the UK and France"; In: Vol. 34, Iss. S. 505-528.
- Sapienza, H. J. (1992): "When Do Venture Capitalists Add Value?"; In: *Journal of Business Venturing*; Vol. 7, Iss. 1; S. 9-27.
- Sapienza, H. J., et al. (1994): "The Level and Nature of Venture Capitalist Involvement in Their Portfolio Companies: A Study of Three European Countries"; In: *Managerial Finance*; Vol. 20, Iss. 1; S. 3-17.

- Sapienza, H. J. und Gupta, A. K. (1994): "Impact of Agency Risks and Task Uncertainty on Venture Capitalist-CEO Interaction"; In: *Academy of Management Journal*; Vol. 37, Iss. 6; S. 1618-1632.
- Sapienza, H. J. und Korsgaard, M. A. (1994): "Managing Investor Relations: The Impact of Procedural Justice in Establishing and Sustaining Investor Support"; In: Bygrave, William D. [Hrsg.] *"Frontiers of Entrepreneurship Research"*; Babson College; Wellesley.
- Sapienza, H. J., et al. (2000): "Effects of Agency Risks and Procedural Justice on Board Processes in Venture Capital-Backed Firms"; In: *Entrepreneurship & Regional Development*; Vol. 12, Iss. 4; S. 331-351.
- Sapienza, H. J., et al. (1996): "Venture Capitalist Governance and Value Added in Four Countries"; In: *Journal of Business Venturing*; Vol. 11, Iss. 6; S. 439-469.
- Schäfer, D. und Fisher, A. (2008): "Die Bedeutung von Buy-Outs/Ins für unternehmerische Effizienz, Effektivität und Coporate Governance"; BVK Bundesverband der deutschen Kapitalbeteiligungsgesellschaft; Berlin.
- Schefczyk, M. (2000a): "Erfolgsstrategien deutscher Venture Capital-Gesellschaften - Analyse der Investitionsaktivitäten und des Beteiligungsmanagement von Venture Capital-Gesellschaften"; Schäffer-Poeschel Verlag; Stuttgart.
- Schefczyk, M. (2000b): "Finanzieren mit Venture Capital: Grundlagen für Investoren, Finanzintermediäre, Unternehmer und Wissenschaftler"; Schäffer-Poeschl Verlag; Stuttgart.
- Schefczyk, M. und Gerpott, T. J. (1998): "Beratungsunterstützung von Portfoliounternehmen durch deutsche Venture Capital Gesellschaften. Eine empirische Untersuchung"; In: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*; Vol. 2, Ergänzungsheft; S. 143-166.
- Schilit, W. K. (1997): "Venture Catalysts or Vulture Capitalists? "; Working Paper: Readings in Venture Capital; Association for Investment Management and Research.
- Schmidsberger, G. (2003): "Haftungsfragen bei der Due-Diligence Prüfung"; In: Kofler, Georg and Polster-Grüll, Barbara [Hrsg.] *"Private Equity & Venture*

- Capital - Finanzwirtschaftliche, steuerliche und rechtliche Aspekte der Finanzierung mit Risikokapital*"; Linde Verlag; Wien.
- Schmidt, K. M. (2003): "Convertible Securities and Venture Capital Finance"; In: *The Journal of Finance*; Vol. LVIII, Iss. 3; S. 1139-1166.
- Schönbauer, G. M. L. (2005): "Besonderheiten bei der Bewertung von schnell wachsenden, innovativen Unternehmen aus Sicht der Venture Capital Industrie"; Dissertationsschrift; Wirtschaftsuniversität Wien; Institut für Revisions-, Treuhand- und Rechnungswesen; Wien.
- Schröder, C. (1992): "Strategien und Management von Beteiligungsgesellschaften: Ein Einblick in Organisationsstrukturen und Entscheidungsprozesse von institutionellen Eigenkapital-investoren"; Dissertationsschrift; Technische Universität Berlin; Berlin.
- Schüle, J. A. und Reitze, S. (2002): "Wissenschaftstheorie für Einsteiger"; Facultas Verlag; Wien.
- Schwarz, P. (2005): "Heuschrecken - Verfluchter Segen: Warum Finanzinvestoren in Deutschland unter Beschuss stehen; VDI Nachrichten"; zugegriffen am 22.06.2010.
- Schwarz, R. (2003): "Betriebs- und finanzwirtschaftliche Anforderungen an die kapitalnachfragenden Unternehmen"; In: Kofler, Georg and Polster-Grüll, Barbara [Hrsg.] *Private Equity & Venture Capital - Finanzwirtschaftliche, steuerliche und rechtliche Aspekte der Finanzierung mit Risikokapital*"; Linde Verlag; Wien.
- Schwetler, B. und Piehler, M. (2002): "Unternehmensbewertung bei Wachstum, Risiko und Besteuerung und Anmerkungen zum "Steuerparadoxon""; Handelshochschule Leipzig; Leipzig.
- Schwienbacher, A. (2005): "An Empirical Analysis of Venture Capital Exits in Europe and the United States"; Working Paper: SSRN eLibrary.
- Seppä, T. (2003): "Essays on the Valuation and Syndication of Venture Capital Investments"; Dissertationsschrift; Helsinki University of Technology; Institute of Strategy and International Business; Helsinki.

- Seppä, T. und Jääskeläinen, M. (2002): "How the Rich Become Richer in Venture Capital: Firm Performance and Position in Syndication Networks"; Working Paper: Frontiers of Entrepreneurship Research; Babson College, Babson Park.
- Shane, S. und Cable, D. (2002): "Network Ties, Reputation, and the Financing of New Ventures"; In: *Management Science*; Vol. 48, Iss. 3; S. 364-381.
- Shapiro, N. (1981): "The Neoclassical Concept of Capital"; In: *Australian Economic Papers*; Vol. 20, Iss. 36; S. 42-63.
- Sharma, D. D. und Blomstermo, A. (2003): "The Internationalization Process of Born Globals: A Network View"; In: *International Business Review*; Vol. 12, Iss. 6; S. 739-753.
- Sharma, S. (1996): "Applied Multivariate Techniques"; John Wiley & Sons, Inc.; New York.
- Sharpe, W. F. (1970): "Portfolio Theory and Capital Markets"; McGraw-Hill; New York.
- Shaver, J. M. (1998): "Accounting for Endogeneity When Assessing Strategy Performance: Does Entry Mode Choice Affect"; In: *Management Science*; Vol. 44, Iss. 4; S. 571-585.
- Shepherd, D. A. (1999): "Venture Capitalists' Introspection: A Comparison Of "In Use" And "Espoused" Decision Policies"; In: *Journal of Small Business Management*; Vol. 37, Iss. 2; S. 76-87.
- Shepherd, D. A. und Zacharakis, A. (1999): "Conjoint Analysis: A New Methodological Approach for Researching the Decision Policies of Venture Capitalists"; In: *Venture Capital*; Vol. 1, Iss. 3; S. 197-217.
- Shepherd, D. A. und Zacharakis, A. (2001): "The Venture Capitalist-Entrepreneur Relationship: Control, Trust and Confidence in Co-Operative Behaviour"; In: *Venture Capital*; Vol. 3, Iss. 2; S. 129-149.
- Shepherd, D. A. und Zacharakis, A. (2002): "Venture Capitalists' Expertise: A Call for Research into Decision Aids and Cognitive Feedback"; In: *Journal of Business Venturing*; Vol. 17, Iss. 1; S. 1-20.

- Shepherd, D. A., et al. (2003): "VCs' Decision Processes: Evidence Suggesting More Experience May Not Always Be Better"; In: *Journal of Business Venturing*; Vol. 18, Iss. 3; S. 381-401.
- Shmuelson, R. (2011): "Senior Loan Structure of Buyouts: Europe"; Standard & Poor's Financial Services LLC, New York.
- Silva, J. (2004): "Venture Capitalists' Decision-Making in Small Equity Markets: A Case Study Using Participant Observation"; In: *Venture Capital*; Vol. 6, Iss. 2/3; S. 125-145.
- Singh, H. (1990): "Management Buyouts: Distinguishing Characteristics and Operating Changes Prior to Public Offering"; In: *Strategic Management Journal*; Vol. 11, Iss. S. 111-129.
- Siskos, J. und Zopounidis, C. (1987): "The Evaluation Criteria of the Venture Capital Investment Activity: An Interactive Assessment"; In: *European Journal of Operational Research*; Vol. 31, Iss. 3; S. 304-313.
- Sitta, M. (2011): "Direktinvestitionsfinanzierung von Klein- und Mittelunternehmen. Die Eignung ausgewählter innovativer Finanzierungsinstrumente zur Risikokapitalaufbringung für Direktinvestitionen österreichischer Klein- und Mittelunternehmen"; Dissertationsschrift, Wirtschaftsuniversität Wien; Institut für BWL des Außenhandels; Wien.
- Smart, G. H. (1999): "Management Assessment Methods in Venture Capital: An Empirical Analysis of Human Capital Valuation"; In: *Venture Capital*; Vol. 1, Iss. 1; S. 59-82.
- Smart, S. B. und Waldfogel, J. (1994): "Measuring the Effect of Restructuring on Corporate Performance: The Case of Management Buyouts"; In: *Review of Economics & Statistics*; Vol. 76, Iss. 3; S. 503-512.
- Smith, A. J. (1990): "Corporate Ownership Structure and Performance : The Case of Management Buyouts"; In: *Journal of Financial Economics*; Vol. 27, Iss. 1; S. 143-164.
- Smith, G. (2010): "Venture Capital Contracting in the Information Age"; Working Paper: SSRN eLibrary.

- Smolarski, J. und Kut, C. (2009): "The Impact of Venture Capital Financing Method on Sme Performance and Internationalization"; In: *International Entrepreneurship and Management Journal*; Vol. Online Publication, Iss. 7; S. 39-55.
- Sommer, P. (2009): "Wachsen mit Venture Capital - Eine Studie zur Managementunterstützung durch Venture Capital Gesellschaften in kleinen und mittleren Expansionsunternehmen"; Dissertationsschrift; Wirtschaftsuniversität Wien; Institut für Change Management und Management Development; Wien.
- Sorensen, M. (2007): "How Smart Is Smart Money? A Two-Sided Matching Model of Venture Capital"; In: *The Journal of Finance*; Vol. 62, Iss. 6; S. 2725-2762.
- Sorenson, O. und Stuart, T. E. (2001): "Syndication Networks and the Spatial Distribution of Venture Capital Investments"; In: *The American Journal of Sociology*; Vol. 106, Iss. 6; S. 1546-1590.
- Spremann, K. (2008): "Portfoliomanagement"; Oldenbourg; München.
- St-Pierre, J., et al. (2003): "Financing with Venture Capital: Advances in Knowledge over the Last Ten Years and Research Avenues"; Institut de Recherche sur les PME; Research Report Presented to Industry Canada.
- Statistik Austria (2008): "Leistungs- und Strukturstatistik 2008 - Konversionsfaktoren nach Abschnitten der Önace 2003 zu Önace 2008"; Statistik Austria; Wien.
- Statistik Austria (2010): "Wichtige wirtschaftliche Eckdaten im Bundesländervergleich"; Statistik Austria; Bundesländervergleich, Wien.
- Statistik Austria (2011a): "Klassifikationsdatenbank -Struktur der Önace 2008"; Statistik Austria; Wien.
- Statistik Austria (2011b): "Wirtschaftsatlas Österreich"; zugegriffen am 08.12.2010.
- Statistik Austria (2011c): "Unternehmensdemografie - Neugründungsrate und Schließungsrate"; zugegriffen am 08.12.2010.
- Statistisches Bundesamt Deutschland (2008): "Klassifikation der Wirtschaftszweige mit Erläuterungen"; Statistisches Bundesamt; SFG - Servicecenter Fachverlage, Wiesbaden.

- Steinhart, F. (2010): "Kapitalerhaltung & fremdfinanzierte Unternehmensübernahmen - Schlüsselfragen eines Private Equity LBOs"; Dissertationsschrift; Universität Wien; Rechtswissenschaftliche Fakultät; Wien.
- Stiassny, K. (1997): "Erfahrungen und Perspektiven einer börsennotierten Beteiligungsgesellschaft"; In: Stadler, Wilfried [Hrsg.] *"Beteiligungsfinanzierung - Neue Chancen für Risikokapital"*; Manz Verlag; Wien;
- Stiglitz, J. E. und Weiss, A. (1981): "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information"; In: *American Economic Review*; Vol. 71, Iss. 3; S. 393-411.
- Storn, A. (2010): "Wenige Herren mit vielen Milliarden"; In: *Die Zeit*; Vol. 20, 12.05.2010.
- Strack, V. (2006): "Trotz Heuschreckendebatte: Deutschland bleibt attraktiv für Private Equity"; Price Waterhouse Coopers, Frankfurt.
- Strömberg, P. (2008): "The New Demography of Private Equity"; In: *World Economic Forum - Globalization of Alternative Investments*; Vol. 1, S. 3-26.
- Swee-Sum, L. (1991): "Venture Capital Financing: A Guideline"; In: *Journal of Business Finance & Accounting*; Vol. 18, Iss. 2; S. 137-149.
- Sweeting, R. C. und Wong, C. F. (1997): "A UK "Hands-Off" Venture Capital Firm and the Handling of Post-Investment Investor-Investee Relationships"; In: *Journal of Management Studies*; Vol. 34, Iss. 1; S. 125-152.
- Taylor, A. und Bryant, C. (2007): "Private Equity Deals That Cement Growth"; Financial Times - published 4 April 2007; New York.
- Teece, D. J. , et al. (1997): "Dynamic Capabilities and Strategic Management"; In: *Strategic Management Journal*; Vol. 18, Iss. 7; S. 509-533.
- Tempsch, H. und Kurz, I. (2010): "Akquisitions- und Betriebsmittelfinanzierung im Rück- und Ausblick"; Präsentationsunterlagen des Seminars Risikokapital zur Unternehmens-internationalisierung; UniCredit Group; Wien.
- Terstege, U. und Ries, B. (2008): "Covenants"; In: *DBW - Die Betriebswirtschaft*; Vol. 68, S. 626-631.

- Teut, R. (2009): "Zew News - M&A Report"; Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Mannheim.
- Thompson, R. S., et al. (1992): "Management Equity Ownership, Debt and Performance: Some Evidence from UK Management Buyouts"; In: *Scottish Journal of Political Economy*; Vol. 39, Iss. 4; S. 413-430.
- Timmons, J. A. und Bygrave, W. D. (1986): "Venture Capital's Role in Financing Innovation for Economic Growth"; In: *Journal of Business Venturing*; Vol. 1, Iss. 2; S. 161-176.
- Topritzhofer, E. und Moser, R. (1990): "Das Exportgeschäft seine Abwicklung und Absicherung, 7., unveränd. Aufl."; Service-Fachverlag; Wien.
- Tozzi, J. (2009): "Entrepreneurs Turn to Alternative Finance"; Business Week Online, McGraw-Hill Companies, Inc., New York.
- Trester, J. J. (1998): "Venture Capital Contracting under Asymmetric Information"; In: *Journal of Banking & Finance*; Vol. 22, Iss. 6-8; S. 675-699.
- Triantis, G. G. (2001): "Financial Contract Design in the World of Venture Capital"; In: *The University of Chicago Law Review*; Vol. 68, Iss. 1; S. 305-322.
- Tyebjee, T. T. und Bruno, A. V. (1984): "A Model of Venture Capitalist Investment Activity"; In: *Management Science*; Vol. 30, Iss. 9; S. 1051-1066.
- Tykvova, T. (2000a): "What Do Economists Tell Us About Venture Capital Contracts?"; Working Paper: SSRN eLibrary.
- Tykvová, T. (2000b): "Venture Capital in Germany and Its Impact on Innovation"; Working Paper: University Prague; Prag.
- UNCTAD (2009): "World Investment Report 1995 - Transnational Corporations and Competitiveness"; United Nations Conference on Trade and Development; New York.
- United Nations (2011): "Detailed Structure and Explanatory Notes - Standard International Trade Classification, Rev.3"; United Nations Statistics, Classification Registry, New York.

- Van den Burg, L. und Rasmussen, P. N. (2007): "Hedge Funds and Private Equity - a Critical Analysis"; Socialist Group in the European Parliament; Brussels.
- Van Osnabrugge, M. und Robinson, R. J. (2001): "The Influence of a Venture Capitalist's Source of Funds"; In: *Venture Capital*; Vol. 3, Iss. 1; S. 25-39.
- Vandermerwe, S. und Chadwick, M. (1989): "The Internationalisation of Services"; In: *Service Industries Journal*; Vol. 9, Iss. 1; S. 79-93.
- Venkatraman, N. und Ramanujam, V. (1986): "Measurement of Business Performance in Strategy Research: A Comparison of Approaches"; In: *Academy of Management Review*; Vol. 11, Iss. 4; S. 801-814.
- VICO (2010): "Financing Entrepreneurial Ventures in Europe"; Projekt-Webseite; European Commission; Brüssel; zugegriffen am 10.06.2010.
- Vinig, T. G. und De Haan, M. (2011): "How Do Venture Capitalists Screen Business Plans? Evidence from the Netherlands and the Us"; Working Paper: SSRN eLibrary.
- Wade, T. (2010): "European LBO Performance Has Fallen Further Behind in 2009, but Shows Early Signs of Stabilizing in 2010"; Standard & Poor's Credit, Ratings Direct, London.
- Walsh, J. P. und Kosnik, R. D. (1993): "Corporate Raiders and Their Disciplinary Role in the Market"; In: *Academy of Management Journal*; Vol. 36, Iss. 4; S. 671.
- Walter, G. (2004): "Bewertung junger innovativer Wachstumsunternehmungen unter besonderer Berücksichtigung der Interessen von Venture-Capital-Gesellschaften Einzelbewertungs-, Ertragswert-, Discounted Cash-Flow- und Multiplikatorverfahren sowie Realoptionsansatz im Vergleich"; Ferber; Gießen.
- Walz, U. und Wittmann, E. (2009): "Studie: Strategien von Beteiligungsgesellschaften"; Goethe Universität Frankfurt am Main, Venture Capital Magazin, München.
- Wang, C. K. und Sim, V. Y. L. (2001): "Exit Strategies of Venture Capital-Backed Companies in Singapore"; In: *Venture Capital*; Vol. 3, Iss. 4; S. 337-358.

- Wang, K., et al. (2002): "Differences in Performance of Independent and Finance-Affiliated Venture Capital Firms"; In: *Journal of Financial Research*; Vol. 25, Iss. 1; S. 59-80.
- Warga, A. und Welch, I. (1993): "Bondholder Losses in Leveraged Buyouts"; In: *Review of Financial Studies*; Vol. 6, Iss. 4; S. 959-982.
- Watters, P., et al. (2009): "Leveraged Buyouts Are Fueling Surging Defaults in Western Europe"; Standard & Poor's Credit, Ratings Direct, London.
- Weber, C. (2003): "Diversifikation Versus Spezialisierung - Vorteilhaftigkeit von Portfoliostrategien bei Venture Capital Investments"; Kovac Verlag; Hamburg.
- Weber, T. und Nevries, P. (2006): "Der Einfluss von Private Equity-Gesellschaften auf die Portfoliounternehmen und die Deutsche Wirtschaft"; In: *Finanz Betrieb*; Vol. 2, Iss. 2; S. 76-82.
- Weir, C., et al. (2008): "Public to Private Transactions, Private Equity and Performance in the UK: An Empirical Analysis of the Impact of Going Private"; Working Paper Series; University of Nottingham, Nottingham.
- Weir, C. und Laing, D. (1998): "Management Buy-Outs: The Impact of Ownership Changes on Performance"; In: *Journal of Small Business and Enterprise Development*; Vol. 5, Iss. 3; S. 261 - 269.
- Weir, C., et al. (2005a): "Undervaluation, Private Information, Agency Costs and the Decision to Go Private"; In: *Applied Financial Economics*; Vol. 15, Iss. 13; S. 947-961.
- Weir, C., et al. (2005b): "Incentive Effects, Monitoring Mechanisms and the Market for Corporate Control: An Analysis of the Factors Affecting Public to Private Transactions in the UK"; In: *Journal of Business Finance & Accounting*; Vol. 32, Iss. 5/6; S. 909-943.
- Westhead, P., et al. (2001): "The Internationalization of New and Small Firms: A Resource-Based View"; In: *Journal of Business Venturing*; Vol. 16, Iss. 4; S. 333-358.
- Wiersema, M. F. und Liebeskind, J. P. (1995): "The Effects of Leveraged Buyouts on Corporate Growth and Diversification in Large Firms"; In: *Strategic Management Journal*; Vol. 16, Iss. 6; S. 447-460.

- Wijbenga, F. H., et al. (2007): "The Influence of the Venture Capitalist's Governance Activities on the Entrepreneurial Firm's Control Systems and Performance"; In: *Entrepreneurship: Theory & Practice*; Vol. 31, Iss. 2; S. 257-277.
- Williamson, O. E. (1979): "Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations"; In: *The Journal of Law and Economics*; Vol. 22, Iss. 2; S. 233-263.
- Wilson, R. (1968): "The Theory of Syndicates"; In: *Econometrica*; Vol. 36, Iss. January; S. 119-136.
- Woodside, A. G. und Wilson, E. J. (2002): "Respondent Inaccuracy"; In: *Journal of Advertising Research*; Vol. 42, Iss. 5; S. 7-18.
- Woodward, S. E. (2009): "Measuring Risk for Venture Capital and Private Equity Portfolios"; Working Paper: SSRN eLibrary.
- Woodward, S. E. und Hall, R. E. (2003): "Benchmarking the Returns to Venture"; Working Paper: SSRN eLibrary.
- World Economic Forum (2008): "The Global Economic Impact of Private Equity Report 2009 - Globalization of Alternative Investments"; World Economic Forum; Geneva.
- World Economic Forum (2009): "The Global Economic Impact of Private Equity Report 2009 - Globalization of Alternative Investments"; World Economic Forum; Geneva.
- World Economic Forum (2010): "The Global Economic Impact of Private Equity Report 2010 - Globalization of Alternative Investments"; World Economic Forum; Geneva.
- Wöss, H. P. und Helm, G. (2003): "Der Beteiligungsvertrag"; In: Kofler, Georg und Polster-Grüll, Barbara [Hrsg.] *"Private Equity & Venture Capital - Finanzwirtschaftliche, steuerliche und rechtliche Aspekte der Finanzierung mit Risikokapital"*; Linde Verlag; Wien.
- Wright, M. (2007a): "Private Equity and Management Buy-Outs"; In: Landström, Hans [Hrsg.] *"Handbook of Research on Venture Capital"*; Edward Elgar Publishing Limited; Cheltenham.

- Wright, M. (2007b): "Venture Capital in China: A View from Europe"; In: *Asia Pacific Journal of Management*; Vol. 24, Iss. 3; S. 269-281.
- Wright, M., et al. (2009): "The Economic Impact of Private Equity: What We Know and What We Would Like to Know"; In: *Venture Capital*; Vol. 11, Iss. 1; S. 1-21.
- Wright, M. und Lockett, A. (2003): "The Structure and Management of Alliances: Syndication in the Venture Capital Industry"; In: *Journal of Management Studies*; Vol. 40, Iss. 8; S. 2073-2102.
- Wright, M., et al. (2002): "Internationalization of Western Venture Capitalists into Emerging Markets: Risk Assessment and Information in India"; In: *Small Business Economics*; Vol. 19, Iss. 1; S. 13-26.
- Wright, M., et al. (2005): "International Venture Capital Research: From Cross-Country Comparisons to Crossing Borders"; In: *International Journal of Management Reviews*; Vol. 7, Iss. 3; S. 135-165.
- Wright, M. und Robbie, K. (1996a): "The Investor-Led Buy-Out: A New Strategic Option"; In: *Long Range Planning*; Vol. 29, Iss. 5; S. 691-702.
- Wright, M. und Robbie, K. (1996b): "Venture Capitalists, Unquoted Equity Investment Appraisal and the Role of Accounting Information"; In: *Accounting & Business Research*; Vol. 26, Iss. 2; S. 153-168.
- Wright, M., et al. (1993): "Harvesting and the Longevity of Management Buy-Outs and Buy-Ins: A Four-Country Study"; In: *Entrepreneurship: Theory & Practice*; Vol. 18, Iss. 2; S. 90-109.
- Wright, M., et al. (1992): "Venture Capital and Management-Led, Leveraged Buy-Outs: A European Perspective"; In: *Journal of Business Venturing*; Vol. 7, Iss. 1; S. 47-71.
- Wu, Y. W. (1997): "Management Buyouts and Earnings Management"; In: *Journal of Accounting, Auditing & Finance*; Vol. 12, Iss. 4; S. 373-389.
- Yli-Renko, H., et al. (2001): "Social Capital, Knowledge Acquisitions, and Knowledge Exploitation in Young Technology-Based Firms"; In: *Strategic Management Journal*; Vol. 22, Iss. 6; S. 587-613.

- Yuk-Shee, C. (1983): "On the Positive Role of Financial Intermediation in Allocation of Venture Capital in a Market with Imperfect Information"; In: *Journal of Finance*; Vol. 38, Iss. 5; S. 1543-1568.
- Yuk-Shee, C., et al. (1990): "Learning, Corporate Control and Performance Requirements in Venture Capital Contracts"; In: *International Economic Review*; Vol. 31, Iss. 2; S. 365-382.
- Zacharakis, A. L., et al. (2007): "Venture Capitalists' Decision Policies across Three Countries: An Institutional Theory Perspective"; In: *Journal of International Business Studies*; Vol. 38, Iss. 5; S. 691-708.
- Zacharakis, A. L. und Meyer, G. D. (1998): "A Lack of Insight: Do Venture Capitalists Really Understand Their Own Decision Process?"; In: *Journal of Business Venturing*; Vol. 13, Iss. 1; S. 57-76.
- Zacharakis, A. L. und Meyer, G. D. (2000): "The Potential of Actuarial Decision Models: Can They Improve the Venture Capital Investment Decision?"; In: *Journal of Business Venturing*; Vol. 15, Iss. 4; S. 323-346.
- Zacharakis, A. L. und Shepherd, D. A. (2001): "The Nature of Information and Overconfidence on Venture Capitalists' Decision Making"; In: *Journal of Business Venturing*; Vol. 16, Iss. 4; S. 311-332.
- Zaheer, S. (1995): "Overcoming the Liability of Foreignness"; In: *Academy of Management Journal*; Vol. 38, Iss. 2; S. 341-364.
- Zahra, S. A., et al. (2007): "The Effects of Ownership and Governance on Smes' International Knowledge-Based Resources"; In: *Small Business Economics*; Vol. 29, Iss. 1; S. 309-327.
- Zahradnik, A. (2003): "Rechtsverhältnisse zwischen Investoren, Venture Capital Funds und Managementgesellschaft"; In: Kofler, Georg and Polster-Grüll, Barbara [Hrsg.] *"Private Equity & Venture Capital - Finanzwirtschaftliche, steuerliche und rechtliche Aspekte der Finanzierung mit Risikokapital"*; Linde Verlag; Wien.
- Zauner, W. (1997): "Wachstumsfinanzierung internationalisierender Unternehmen - Analyse der Implikationen von Direktinvestitionen für die Ableitung einer

Finanzierungsstruktur im Internationalisierungsprozeß"; Dissertationsschrift; Wirtschaftsuniversität Wien; Institut für BWL des Außenhandels; Wien.

Zhang, T. T. (2002): "Managing Risks of Private Equity Investing in China"; In: *Journal of Private Equity*; Vol. 5, Iss. 3; S. 40-43.

Zollo, M. und Phalippou, L. (2005): "What Drives Private Equity Fund Performance"; Working Paper: Scholar One; INSEAD Buyout Research Group; Paris.

Forschungsergebnisse der Wirtschaftsuniversität Wien

Herausgeber: Wirtschaftsuniversität Wien –
vertreten durch a.o. Univ. Prof. Dr. Barbara Sporn

INFORMATION UND KONTAKT:

WU (Wirtschaftsuniversität Wien)
Department of Finance, Accounting and Statistics
Institute for Finance, Banking and Insurance
Heiligenstädter Straße 46-48, 1190 Wien
Tel.: 0043-1-313 36/4556
Fax: 0043-1-313 36/904556
valentine.wendling@wu.ac.at
www.wu.ac.at/finance

- Band 1 Stefan Felder: Frequenzallokation in der Telekommunikation. Ökonomische Analyse der Vergabe von Frequenzen unter besonderer Berücksichtigung der UMTS-Auktionen. 2004.
- Band 2 Thomas Haller: Marketing im liberalisierten Strommarkt. Kommunikation und Produktplanung im Privatkundenmarkt. 2005.
- Band 3 Alexander Stremitzer: Agency Theory: Methodology, Analysis. A Structured Approach to Writing Contracts. 2005.
- Band 4 Günther Sedlacek: Analyse der Studiendauer und des Studienabbruch-Risikos. Unter Verwendung der statistischen Methoden der Ereignisanalyse. 2004.
- Band 5 Monika Knassmüller: Unternehmensleitbilder im Vergleich. Sinn- und Bedeutungsrahmen deutschsprachiger Unternehmensleitbilder – Versuch einer empirischen (Re-)Konstruktion. 2005.
- Band 6 Matthias Fink: Erfolgsfaktor Selbstverpflichtung bei vertrauensbasierten Kooperationen. Mit einem empirischen Befund. 2005.
- Band 7 Michael Gerhard Kraft: Ökonomie zwischen Wissenschaft und Ethik. Eine dogmenhistorische Untersuchung von Léon M.E. Walras bis Milton Friedman. 2005.
- Band 8 Ingrid Zechmeister: Mental Health Care Financing in the Process of Change. Challenges and Approaches for Austria. 2005.
- Band 9 Sarah Meisenberger: Strukturierte Organisationen und Wissen. 2005.
- Band 10 Anne-Katrin Neyer: Multinational teams in the European Commission and the European Parliament. 2005.
- Band 11 Birgit Trukeschitz: Im Dienst Sozialer Dienste. Ökonomische Analyse der Beschäftigung in sozialen Dienstleistungseinrichtungen des Nonprofit Sektors. 2006
- Band 12 Marcus Kölling: Interkulturelles Wissensmanagement. Deutschland Ost und West. 2006.
- Band 13 Ulrich Berger: The Economics of Two-way Interconnection. 2006.
- Band 14 Susanne Guth: Interoperability of DRM Systems. Exchanging and Processing XML-based Rights Expressions. 2006.
- Band 15 Bernhard Klement: Ökonomische Kriterien und Anreizmechanismen für eine effiziente Förderung von industrieller Forschung und Innovation. Mit einer empirischen Quantifizierung der Hebeleffekte von F&E-Förderinstrumenten in Österreich. 2006.

- Band 16 Markus Imgrund: Wege aus der Insolvenz. Eine Analyse der Fortführung und Sanierung insolventer Klein- und Mittelbetriebe unter besonderer Berücksichtigung des Konfigurationsansatzes. 2007.
- Band 17 Nicolas Knotzer: Product Recommendations in E-Commerce Retailing Applications. 2008.
- Band 18 Astrid Dickinger: Perceived Quality of Mobile Services. A Segment-Specific Analysis. 2007.
- Band 19 Nadine Wiedermann-Ondrej: Hybride Finanzierungsinstrumente in der nationalen und internationalen Besteuerung der USA. 2008.
- Band 20 Helmut Sorger: Entscheidungsorientiertes Risikomanagement in der Industrieunternehmung. 2008.
- Band 21 Martin Rietsch: Messung und Analyse des ökonomischen Wechselkursrisikos aus Unternehmenssicht: Ein stochastischer Simulationsansatz. 2008.
- Band 22 Hans Christian Mantler: Makroökonomische Effizienz des Finanzsektors. Herleitung eines theoretischen Modells und Schätzung der Wachstumsimplikationen für die Marktwirtschaften und Transformationsökonomien Europas. 2008.
- Band 23 Youri Tacoun: La théorie de la valeur de Christian von Ehrenfels. 2008.
- Band 24 Monika Koller: Longitudinale Betrachtung der Kognitiven Dissonanz. Eine Tagebuchstudie zur Reiseentscheidung. 2008.
- Band 25 Marcus Scheiblecker: The Austrian Business Cycle in the European Context. 2008.
- Band 26 Aida Nunic: Multinational Teams in European and American Companies. 2008.
- Band 27 Ulrike Bauernfeind: User Satisfaction with Personalised Internet Applications. 2008.
- Band 28 Reinhold Schodl: Systematische Analyse und Bewertung komplexer Supply Chain Prozesse bei dynamischer Festlegung des Auftragsentkopplungspunkts. 2008.
- Band 29 Bianca Gusenbauer: Öffentlich-private Finanzierung von Infrastruktur in Entwicklungsländern und deren Beitrag zur Armutsreduktion. Fallstudien in Vietnam und auf den Philippinen. 2009.
- Band 30 Elisabeth Salomon: Hybrides Management in sino-österreichischen Joint Ventures in China aus österreichischer Perspektive. 2009.
- Band 31 Katharina Mader: Gender Budgeting: Ein emanzipatorisches, finanzpolitisches und demokratiepolitisches Instrument. 2009.
- Band 32 Michael Weber: Die Generierung von Empfehlungen für zwischenbetriebliche Transaktionen als gesamtwirtschaftliche Infrastrukturleistung. 2010.
- Band 33 Lisa Gimpl-Heersink: Joint Pricing and Inventory Control under Reference Price Effects. 2009.
- Band 34 Erscheint nicht.
- Band 35 Dagmar Kiefer: Multicultural Work in Five United Nations Organisations. An Austrian Perspective. 2009.
- Band 36 Gottfried Gruber: Multichannel Management. A Normative Model Towards Optimality. 2009.
- Band 37 Rainer Quante: Management of Stochastic Demand in Make-to-Stock Manufacturing. 2009.
- Band 38 Franz F. Eiffe: Auf den Spuren von Amartya Sen. Zur theoriegeschichtlichen Genese des Capability-Ansatzes und seinem Beitrag zur Armutsanalyse in der EU. 2010.

- Band 39 Astrid Haider: Die Lohnhöhe und Lohnstreuung im Nonprofit-Sektor. Eine quantitative Analyse anhand österreichischer Arbeitnehmer-Arbeitgeber-Daten. 2010.
- Band 40 Maureen Lenhart: Pflegekräftemigration nach Österreich. Eine empirische Analyse. 2010.
- Band 41 Oliver Schwank: Linkages in South African Economic Development. Industrialisation without Diversification? 2010.
- Band 42 Judith Kast-Aigner: A Corpus-Based Analysis of the Terminology of the European Union's Development Cooperation Policy, with the African, Caribbean and Pacific Group of States. 2010.
- Band 43 Emel Arikan: Single Period Inventory Control and Pricing. An Empirical and Analytical Study of a Generalized Model. 2011.
- Band 44 Gerhard Wohlgenannt: Learning Ontology Relations by Combining Corpus-Based Techniques and Reasoning on Data from Semantic Web Sources. 2011.
- Band 45 Thomas Peschta: Der Einfluss von Kundenzufriedenheit auf die Kundenloyalität und die Wirkung der Wettbewerbsintensität am Beispiel der Gemeinschaftsverpflegungsgastronomie. 2011.
- Band 46 Friederike Hehle: Die Anwendung des Convenience-Konzepts auf den Betriebstyp Vending. 2011.
- Band 47 Thomas Herzog: Strategisches Management von Koopetition. Eine empirisch begründete Theorie im industriellen Kontext der zivilen Luftfahrt. 2011.
- Band 48 Christian Weismayer: Statische und longitudinale Zufriedenheitsmessung. 2011.
- Band 49 Johannes Fichtinger: The Single-Period Inventory Model with Spectral Risk Measures. 2011.
- Band 50 Isabella R. Hatak: Kompetenz, Vertrauen und Kooperation. Eine experimentelle Studie. 2011.
- Band 51 Birgit Gusenbauer: Der Beitrag der Prospect Theory zur Beschreibung und Erklärung von Servicequalitätsurteilen und Kundenzufriedenheit im Kontext von Versicherungsentscheidungen. 2012.
- Band 52 Markus A. Höllerer: Between Creed, Rhetoric Façade, and Disregard. Dissemination and Theorization of Corporate Social Responsibility in Austria. 2012.
- Band 53 Jakob Müllner: Die Wirkung von Private Equity auf das Wachstum und die Internationalisierung. Eine empirische Impact-Studie des österreichischen Private Equity Marktes. 2012.

Fabian Stich

Listed Private Equity: Performance, Einflussfaktoren und Portfolioeffekte

Eine empirische Analyse

Frankfurt am Main, Berlin, Bern, Bruxelles, New York, Oxford, Wien, 2011.
XXIV, 298 S., zahlr. Abb. und Tab.

Schriften zur quantitativen Wirtschaftswissenschaft. Bd. 3

Herausgegeben von Gunter Löffler, Frank Richter und Paul Wentges

ISBN 978-3-631-60574-5 · geb. € 59,80*

Börsennotiertes Private Equity ermöglicht auch Privatinvestoren eine Partizipation an Private Equity und erlebte in der Zeit vor der Finanzkrise zum wiederholten Male einen Boom. In der wissenschaftlichen Literatur wurde es dennoch bisher nur wenig beachtet. Diese Arbeit untersucht unter Berücksichtigung der besonderen statistischen Eigenschaften, z. B. Autokorrelation, die risikoadjustierte Performance dieser Anlagekategorie. Hierbei zeigt sich, dass keine Überrendite im Vergleich zu anderen Aktienportfolios erzielt wurde. Zusätzlich werden Einflussfaktoren auf die Rendite sowie Portfolioeffekte betrachtet. Aus aktuellem Anlass schließt ein Kapitel zu den Auswirkungen der Finanzkrise auf Listed Private Equity die Untersuchung ab.

Inhalt: Rendite, Risiko und Performance von Listed Private Equity (LPE) gegenüber Aktienindizes · Einflussfaktoren auf LPE-Renditen, u. a. mithilfe des Drei-Faktor-Marktmodells nach Fama und French · Portfolioeffekte von Listed Private Equity in einem klassischen Aktienportfolio · Listed Private Equity in der Finanzmarktkrise nach 2007

*inklusive der in Deutschland gültigen Mehrwertsteuer. Preisänderungen vorbehalten



Frankfurt am Main · Berlin · Bern · Bruxelles · New York · Oxford · Wien

Auslieferung: Verlag Peter Lang AG

Moosstr. 1, CH-2542 Pieterlen

Telefax 0041 (0) 32/376 1727

E-Mail info@peterlang.com

Seit 40 Jahren Ihr Partner für die Wissenschaft

Homepage <http://www.peterlang.de>