

Barasinska, Nataliya; Schäfer, Dorothea

Article

Determinanten des Ein- und Ausstiegs von Private-Equity-Häusern in Europa

Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung

Provided in Cooperation with:

German Institute for Economic Research (DIW Berlin)

Suggested Citation: Barasinska, Nataliya; Schäfer, Dorothea (2010) : Determinanten des Ein- und Ausstiegs von Private-Equity-Häusern in Europa, Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung, ISSN 1861-1559, Duncker & Humblot, Berlin, Vol. 79, Iss. 4, pp. 39-58, <https://doi.org/10.3790/vjh.79.4.39>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/99627>

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.

Determinanten des Ein- und Ausstiegs von Private-Equity-Häusern in Europa

NATALIYA BARASINSKA UND DOROTHEA SCHÄFER

Nataliya Barasinska, DIW Berlin – Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, E-Mail: nbarasinska@diw.de
Dorothea Schäfer, DIW Berlin – Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, E-Mail: dschaefer@diw.de

Zusammenfassung: Private-Equity(PE)-Investoren verhalten sich wie normale Anleger und steigen lieber in etablierte Unternehmen ein, achten auf hohe Risiken und scheuen vor kleinen, als intransparent geltenden Firmen eher zurück. Auch scheuen Private-Equity-Investoren tendenziell Unternehmen, deren Eigentümerstruktur wenig Möglichkeiten zur Einflussnahme verheißt, zum Beispiel weil bereits ein anderer dominanter Eigentümer vorhanden ist oder ein anderer Finanzinvestor bereits eine Beteiligung hält. Banken als Anteilseigner erhöhen jedoch die Wahrscheinlichkeit des Einstiegs. Aus Unternehmen mit Bankbeteiligung steigen PE-Investoren im Durchschnitt auch weniger aus. Wenn sich PE-Investoren zurückziehen, sind die vormaligen Zielunternehmen im Durchschnitt nicht schlechter kapitalisiert als Firmen, an denen PE noch beteiligt ist. Im Vergleich zu Firmen, die im Beobachtungszeitraum keinen Private-Equity-Investor hatten, sind die früheren Zielfirmen besser kapitalisiert. Das sind die wesentlichen Befunde einer DIW Studie zum Ein- und Ausstieg von Private-Equity-Häusern bei europäischen Firmen. Die Finanziers von Private-Equity Deals – vor allem institutionelle Anleger und bei Buy-Outs auch Banken – müssen daher keine Kreditausfälle auf breiter Front erwarten. Verbriefte Private-Equity-Übernahmekredite sind nicht mit verbrieften Subprime-Hypothekarkrediten vergleichbar und ähnlich destabilisierende Wirkungen auch nicht zu befürchten. Die noch nicht überwundene Finanzkrise hat die Wichtigkeit des Eigenkapitalzugangs für Unternehmen nachdrücklich gezeigt. Mit der steuerlichen Gleichstellung von Eigenkapital und Fremdkapital könnte man die vor der Krise unübersehbare Tendenz zur verstärkten Kreditfinanzierung von PE-Geschäften zurückdrängen.

Summary: Private equity (PE) investors tend to invest in well-established companies, pay attention to high risk and shy away from small and opaque companies. They avoid companies with ownership structures that offer little opportunity for exercising influence, since, for example, there is already another dominant owner present or another financial investor holds a stake. Banks as shareholders, however, increase the likelihood of PE entry. The likelihood of PE investors leaving the firm is also lower if a bank owner is present. If PE investors retreat, the former target companies are on average not worse capitalized than companies with ongoing PE investment. The previous targets are better capitalized compared to firms that had never a PE investor during the period of observation. These are the key findings of a DIW study analysing the determinants of entry and exit of private equity houses in European companies. Financiers of PE deals are mainly institutional investors and in case of buy-outs, also lending banks. Loan losses on a broad front are not to be expected. Securitized loans from PE deals are incomparable with securitized subprime mortgage loans and therefore similar destabilizing effects are not to be expected either. The still ongoing financial crisis has shown that access to equity capital is of ultimate importance for companies. With equal treatment of equity and debt in the corporate tax code law makers could crowd out the obvious pre-crisis trend towards increased debt financing of PE transactions.

→ JEL Classification: G23, G32, G34

→ Keywords: Private equity, financial investor, entry and exit

I Einführung

In vielen europäischen Ländern ist die Bedeutung von Private Equity in den letzten Jahren gestiegen. Gleichzeitig stehen die Private-Equity-/Buy-Out-Häuser verstärkt unter der Beobachtung der politischen Entscheidungsträger. Die Bundesregierung verabschiedete beispielsweise im Frühjahr 2008 ein Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken (Risikobegrenzungsgesetz) in der Hoffnung, unerwünschte Aktivitäten von Finanzinvestoren zu unterbinden, ohne gleichzeitig effiziente Finanz- und Unternehmenstransaktionen zu beeinträchtigen. Ähnliche politische Initiativen – häufig als Reaktion auf eine gestiegene Aktivität der PE Häuser oder auf Mega-Deals¹ – waren vor der Finanzkrise auch in anderen europäischen Ländern eingeleitet worden.² Trotz des auf einen Kompromiss zwischen den Vorteilen des PE-Einstiegs und eventuellen Kosten zielenden deutschen Gesetzes ist die Debatte in der Öffentlichkeit nach wie vor stark durch das Bild von PE-Investoren als „Heuschrecken“ geprägt. PE-Investoren werden oft der Kurzfristorientierung und Übernutzung der Unternehmens-Ressourcen beschuldigt. Weiterhin wird befürchtet, dass es PE Investoren in erster Linie um eine Umverteilung zu ihren Gunsten geht, die schädlich für den Rest der Stakeholder des Unternehmens ist. Die Befürworter hingegen sehen PE-Investitionen als einen Treiber für die Entwicklung des Unternehmens und für die verstärkte Wahrnehmung von Wachstumschancen. Die empirischen Belege für die konkurrierenden Ansichten über das Phänomen Private Equity sind eher rar (siehe auch EEAG 2009). Wir versprechen uns von der folgenden empirischen Untersuchung einen Beitrag zur Klärung der konkurrierenden Hypothesen. Anhand ausgewählter Firmenmerkmale untersuchen wir die Determinanten von Ein- und Ausstieg von Private-Equity-Investoren. Daneben analysieren wir, ob sich frühere Zielfirmen zum Zeitpunkt des Ausstiegs von PE von jenen Firmen unterscheiden, die nie einen PE-Investor hatten.

Die Notwendigkeit zur Klärung der Rolle der PE in der Unternehmensfinanzierung ist durch die Finanzkrise dringlicher geworden. Das schlechte Funktionieren der Märkte für Kredit-Verbriefungen hat tiefe Spuren in der Private-Equity-Industrie hinterlassen. Insbesondere Zahl und Volumen der Buy-Outs sind in den vergangenen Jahren in ganz Europa stark zurückgegangen und beginnen erst allmählich sich wieder zu erholen. Gleichzeitig hat die Aufnahmefähigkeit der attraktiven Exitkanäle für PE-Häuser, Initial Public Offerings (IPOs) und Teilverkäufe über Aktienbörsen durch die Finanzkrise gelitten. Kaum etwas ist aber für Unternehmen in der noch nicht endgültig überwundenen Finanzkrise so wichtig wie ein ausreichender Zugang zu Eigenkapital.

2 Der europäische Private Equity Markt: Ein Überblick

Die Strategien europäischer Private-Equity-Fonds reichen von kompletten Firmenübernahmen (Buy-Outs), über Minderheitsbeteiligungen und Expansionskapital bis hin zu Startup- und Seed-Investitionen (Schäfer und Fisher 2008a und 2008b). Traditionell ist Großbritannien der größte Markt für Fundraising und Investment, gefolgt von Frankreich und Deutschland (EVCA Yearbook 2009). Binnen weniger Jahre haben sich Buy-Outs zum dominierenden Geschäftsfeld

1 Deal ist in der Private-Equity-Branche der Fachbegriff für Unternehmenskäufe.

2 www.rechtliches.de/info_Risikobegrenzungsgesetz.html

der europäischen Private-Equity-Branche entwickelt. Ihr Anteil an den Investitionen der Private-Equity-Häuser erhöhte sich von mehr als 60 Prozent im Jahr 2003 auf fast 80 Prozent im Jahr 2007. Diese Engagements erreichten 2007 mit 1 485 Buy-Outs und einem Volumen von 177 Milliarden Euro ihr Maximum.

Durch einen Buy-Out übernimmt ein Private-Equity-Haus die Kontrolle über ein Unternehmen und entwickelt Strategien für dessen Weiterentwicklung mit dem Ziel, das Unternehmen als Ganzes oder Teile davon nach einigen Jahren gewinnbringend zu verkaufen. Ein beträchtlicher Teil eines Buy-Outs wird dabei durch Fremdkapital finanziert. Das restliche erforderliche Eigenkapital wird durch Mittel des Buy-Out-Fonds und, in wesentlich geringerem Maß, vom künftigen Management beigesteuert.

Private-Equity-Firmen haben ihre Aktivitäten im Buy-Out-Segment während des letzten konjunkturellen Aufschwungs in fast allen westeuropäischen Ländern stark ausgeweitet. Danach folgte ein scharfer Einbruch. Im Jahr 2008 schrumpfte der Markt um rund zwei Drittel auf 69 Milliarden Euro. 2009 betrug das Gesamtvolumen aller Private-Equity Investitionen sogar lediglich 19 Milliarden Euro (European Private Equity and Venture Capital Association 2010). Maßgeblich dafür war die Entwicklung im vierten Quartal mit Transaktionen von nur noch zehn Milliarden Euro. Das durchschnittliche Transaktionsvolumen sank von 118 Millionen Euro im Jahr 2007 über 58 Millionen Euro in 2008 auf nur mehr 26,8 Millionen Euro im ersten Halbjahr 2009. Diese Entwicklung war begleitet von einem Rückgang des Fremdkapitalanteils bei der Finanzierung der Käufe (Centre for Management Buy-Out-Research 2009).

Seit Anfang 2010 zeichnet sich eine Erholung des Private-Equity-Marktes ab. Im ersten Halbjahr 2010 wurden 807 europäische Unternehmen zum Ziel eines Private-Equity-Engagements (European Private Equity and Venture Capital Association 2010). Das Gesamtvolumen dieser Engagements betrug 15 Milliarden Euro. Insgesamt investierten die Private-Equity-Häuser zwischen 2007 und der ersten Hälfte 2010 164 Milliarden Euro in europäische Firmen. 81 Prozent dieses Betrages entfiel auf Buy-Outs.

Unternehmenskäufe in Form von Buy-Outs werden üblicherweise mit einem starken Anteil von Krediten finanziert. In der Vergangenheit stellten meist Banken und institutionelle Investoren das Fremdkapital zur Verfügung. Die Kredite werden anschließend entweder an die Mitglieder des Investorensyndikats aufgeteilt oder verbrieft und in unterschiedlichen Tranchen auf dem Kapitalmarkt veräußert (Schäfer und Fisher 2008a und 2008b). Die Finanzkrise führte zu einem starken Abschwung im Markt für syndizierte und verbrieftete Kredite (European Securitisation Forum 2009). Ein Großteil des Einbruchs auf dem Buy-Out-Markt ist daher vermutlich auf das verminderte Kreditangebot oder eine restriktivere Kreditvergabe zurückzuführen. Private-Equity-Gesellschaften schwenkten deshalb wieder vermehrt auf Investitionen unterhalb der Mehrheitsbeteiligung um. Investitionen in Minderheitsbeteiligungen werden üblicherweise ohne Kreditfinanzierung aus Mitteln des Private-Equity-Fonds getätigt.

Das Geschäftsmodell von Private-Equity-Häusern sieht a priori eine begrenzte Lebenszeit für aufgelegte Fonds vor. In der Regel beträgt die Lebensdauer eines Fonds sieben bis zehn Jahre (European Securitisation Forum 2009). Anschließend werden die Gewinne an die Investoren, hauptsächlich Pensionsfonds und andere institutionelle Anleger, ausgeschüttet. Die Beteiligung von Private-Equity-Häusern an Unternehmen ist damit von vornherein zeitlich begrenzt und

muss spätestens dann beendet werden, wenn die Laufzeit des Fonds abläuft. Die meisten Engagements werden nach fünf bis sieben Jahren beendet.

Das Durchschnittsalter der Zielgesellschaften in der Stichprobe liegt bei 26 Jahren, die Hälfte der Unternehmen ist älter als 13 Jahre. Das Durchschnittsalter der Firmen beim Ausstieg von PE liegt bei etwas über 22 Jahren. Mehr als die Hälfte der verlassenen Unternehmen sind älter als zwölf Jahre. Das Hauptaugenmerk liegt damit auf Private-Equity-Engagements in reiferen Unternehmen, zu denen auch Buy-Outs gehören. Insgesamt sind 22 europäische Länder einbezogen. Um zu sehen, ob sich die europaweiten Triebkräfte auch in den aktivsten nationalen Private-Equity-Märkten wiederfinden, werden Deutschland, Frankreich, Großbritannien und die Niederlande getrennt betrachtet. Die Stichprobe aus der AMADEUS-Datenbank deckt die Jahre 2000 bis 2008 ab.

3 Determinanten des Ein- und Ausstiegs von PE-Häusern

Die folgende komparative Analyse beruht zum einen auf einem Vergleich der Durchschnittswerte ausgewählter Merkmale von Firmen mit einem PE-Eintritt und solchen, die keinen PE-Eintritt zu verzeichnen hatten. Beim Exit vergleichen wir Firmen, bei denen alle PE-Investoren ausstiegen sind, mit solchen, bei denen PE-Investoren noch Beteiligungen halten. Daneben stellen wir den Firmen mit PE-Exit die Firmen gegenüber, die innerhalb des Beobachtungszeitraumes nie in das Fadenkreuz von PE-Häusern geraten sind, also keinen PE-Investor hatten (siehe Abbildung 1). Letzteres soll Aufschluss darüber geben, ob sich die vormaligen PE-Zielfirmen nach dem Beteiligungsverkauf in signifikanter Weise von der großen Allgemeinheit der Firmen ohne PE-Engagement unterscheiden.

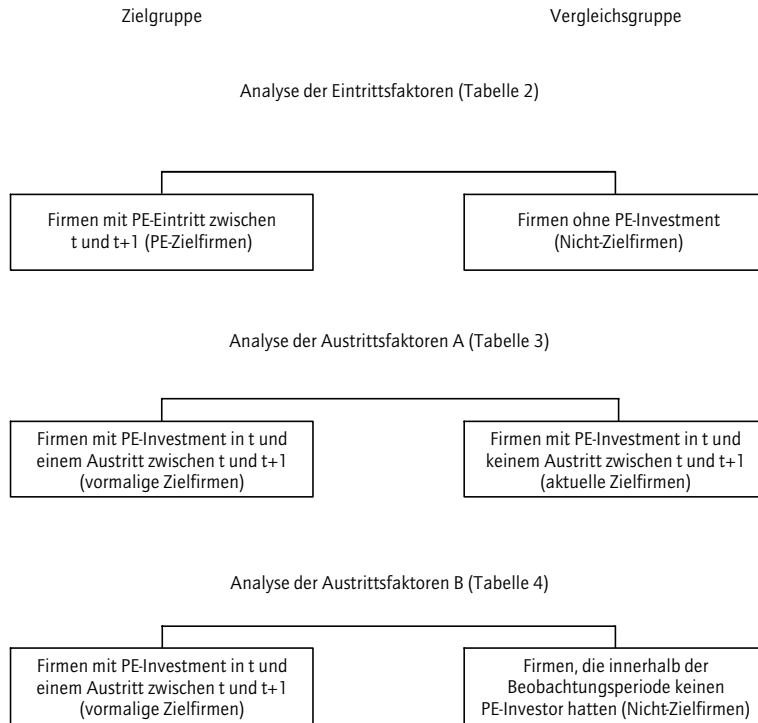
Während des Analysezeitraums wurde bei 1 363 der europäischen Firmen ein Einstieg und bei 467 ein Ausstieg beobachtet.³ Tabelle 1 zeigt die herangezogenen Firmenmerkmale und deren statistische Erfassung. Die jeweiligen Durchschnittswerte der Merkmale von Firmen mit und ohne PE-Einstieg sind in Tabelle 2 ausgewiesen.⁴ Tabelle 3 liefert die Durchschnittswerte von Firmen, die kurz vor dem Ausstieg der PE-Investoren stehen (vormalige Zielfirmen) und von aktuellen Zielfirmen (aktuelle Zielfirmen). Tabelle 4 gibt den Vergleich der vormaligen Zielfirmen mit denjenigen Firmen wider, die innerhalb des Beobachtungszeitraumes keinen PE-Investor hatten. Die letzte Spalte in den Tabellen 2 bis 4 zeigt die statistische Signifikanz der Unterschiede zwischen den Durchschnittswerten der beiden Gruppen an. Zur Überprüfung der Signifikanz der Unterschiede wurde ein doppelseitiger t-Test durchgeführt. Drei (zwei) Sterne illustrieren, dass sich die beiden Werte mit einer Wahrscheinlichkeit von 99 (95) Prozent unterscheiden.

³ In die Analyse werden nur Firmen aufgenommen, die zwischen dem Jahr, in dem sie in der Datenbank zum ersten Mal beobachtet werden, und dem letzten Beobachtungsjahr durchgehend beobachtet werden. Fehlen innerhalb des Analysezeitraumes Beobachtungen zu einer Firma in einem Jahr oder mehreren Jahren, wird diese Firma aus der Analyse ausgeschlossen.

⁴ Die Fallzahlen bei der jeweiligen Durchschnittsberechnung können sich von der Fallzahl bei Eintritt und Austritt unterscheiden. Das ist dann der Fall, wenn sich ein bestimmtes Merkmal bei einer PE-Firma nicht beobachten lässt.

Abbildung 1

Untersuchung der Unterschiede auf mehreren Ebenen



3.1 PE-Häuser achten beim Einstieg auf das Unternehmensrisiko

Bei der Definition der finanzierungsbeschränkten Firmen folgen wir Almeida et al (2004). Die Autoren definieren die Firmen, deren Gesamtaktiva unter dem Wert des 30-Prozent-Perzentils der Stichprobenverteilung liegen als finanzierungsbeschränkt und können das in ihrer empirischen Analyse auch bestätigen. Unser statistischer Befund (Tabelle 2) zeigt, dass die so definierten Unternehmen nur wenig Chancen auf eine PE-Beteiligungsfinanzierung haben. Im Durchschnitt gehören 17 Prozent der Zielunternehmen, die in der Folgeperiode einen PE-Eintritt zu verzeichnen hatten, zu dem Kreis der kleinsten und beschränkungsanfälligsten Unternehmen. Bei den Nicht-Zielfirmen sind 29 Prozent dem tendenziell finanzierungsbeschränkten Unternehmenstyp zuzurechnen.

Auch ein hohes Risiko (Merkmal 2) schreckt Private-Equity-Investoren eher ab. Der Quotient aus eigener Ausfallwahrscheinlichkeit und Ausfallwahrscheinlichkeit von Peer-Unternehmen

Tabelle 1

Firmenmerkmale

Merkmal	Erläuterung	Statistische Erfassung
1) Geringe Unternehmensgröße als Proxy für Finanzierungsbeschränkung (Almeida et al 2004)	Anteil der Firmen, deren Gesamtaktiva unter dem Wert des 30-Prozent-Perzentils der Stichprobenverteilung liegen (in Prozent)	Eine Indikatorvariable ist gleich 1, wenn die Gesamtaktiva des Zielunternehmens unter dem 30-Prozent-Perzentilwert der Stichprobenverteilung der Gesamtaktiva liegen und 0 sonst.
2) Risiko	Ausfallwahrscheinlichkeit des Unternehmens in Relation zu der durchschnittlichen Ausfallwahrscheinlichkeit der Peer-Unternehmen ¹	Kontinuierliche Variable, Quotient aus eigener Ausfallwahrscheinlichkeit (in Prozent) und durchschnittlicher Ausfallwahrscheinlichkeit der Peer-Gruppe (in Prozent)
3) Industrieunternehmen	Anteil der Firmen, die ihr Hauptgeschäft im verarbeitendem Gewerbe haben (in Prozent)	Eine Indikatorvariable ist gleich 1, wenn das Zielunternehmen ein Industrieunternehmen ist und 0 sonst.
4) Bedeutende Beteiligung vorhanden	Anteil der Firmen, an denen mindestens ein anderer Investor als PE mit einem Eigentumsanteil von über 24,9 Prozent beteiligt ist (in Prozent)	Eine Indikatorvariable ist gleich 1, wenn im Zielunternehmen ein anderer Investor mit einem Anteil größer 24,9 Prozent beteiligt ist und 0 sonst.
5) Anderer Finanzinvestor beteiligt	Anteil der Firmen, an denen mindestens ein Nicht-PE-Finanzinvestor beteiligt ist (in Prozent)	Eine Indikatorvariable ist gleich 1, wenn im Zielunternehmen mindestens ein anderer Finanzinvestor vorhanden ist und 0 sonst.
6) Bank beteiligt	Anteil der Firmen, an denen mindestens eine Bank beteiligt ist (in Prozent)	Eine Indikatorvariable ist gleich 1, wenn im Zielunternehmen mindestens eine Bank unter den Investoren vorhanden und 0 sonst.
7) Cashflow/Bilanzsumme	Durchschnittswert des Verhältnisses von Cashflow zu Bilanzsumme (in Prozent)	Kontinuierliche Variable: gibt das Verhältnis des Cashflows zur Bilanzsumme wider.
8) Arbeitsproduktivität	Durchschnittlicher Jahresertrag pro Arbeiter/Angestellten (in Tausend Euro)	Kontinuierliche Variable: Jahresertrag pro Arbeiter, in Tausend Euro
9) Cashflow Wachstum	Durchschnittliches Jahreswachstum des Cashflows (in Prozent)	Kontinuierliche Variable = (Cashflows im Jahre t+1 - Cashflow im Jahre t) / Cashflow im Jahre t
10) Eigenkapitalquote	Durchschnittliche Eigenkapitalquote (in Prozent)	Kontinuierliche Variable: gibt das Verhältnis des Eigenkapitals zur Bilanzsumme wieder.

¹ AMADEUS definiert Peer-Unternehmen als Firmen, die in der gleichen Branche tätig sind und gleiche Größe aufweisen (gemessen an Umsatz, Bilanzsumme und Anzahl der Beschäftigten).

(Unternehmen gleicher Branche und gleicher Größe gemessen am Umsatz, Bilanzsumme und Anzahl der Beschäftigten) liegt bei den Zielunternehmen mit 1,87 deutlich unter dem der Nichtzielunternehmen. Der Tendenz nach treffen diese Befunde auch für die aktivsten nationalen Private-Equity-Märkte, Deutschland, Frankreich, Großbritannien und Niederlanden zu (Tabelle A1-bis A3 im Anhang).

Offensichtlich gelten kleine Unternehmen, Unternehmen in Privat- und/oder Familienbesitz nicht nur für potenzielle Kredit- sondern auch für Beteiligungsgeber als schwer durchschaubar. Informationsasymmetrien zwischen Unternehmen und potenziellen Investoren und das „Moral-Hazard“-Problem führen folglich nicht nur zur Rationierung von Krediten (zum Beispiel Bester 1985), sondern auch des verfügbaren Eigenkapitals (Renneboog, Simons und Wright 2007, vgl. auch The Economist 2009a und 2009b).

Tabelle 2

Determinanten des PE-Eintritts (alle Länder)

Merkmale	Firmen mit PE-Eintritt zwischen t und t+1 (PE-Zielfirmen)	Firmen ohne PE-Investment (Nicht-Zielfirmen)	Statistische Signifikanz der Unterschiede zwischen
	(1)	(2)	(1) und (2)
	Fallzahl = 1 363	Fallzahl = 130 986	
1) Finanzierungsbeschränkung	17	29	***
2) Risiko	1,87	3,12	***
3) Industrieunternehmen	29	24	***
4) Bedeutende Beteiligung vorhanden	33	54	***
5) Anderer Finanzinvestor beteiligt	30	44	***
6) Bank beteiligt	37	7	***
7) Cashflow/Bilanzsumme	5	8	***
8) Arbeitsproduktivität ¹	396	473	***
9) Cashflow-Wachstum	33	10	**
10) Eigenkapitalquote	41	31	***

Die Merkmale und ihre Dimensionen sind in Tabelle 1 erklärt.

** 5-Prozent-Signifikanzniveau, *** 1-Prozent-Signifikanzniveau.

¹ Durchschnittlicher Jahresertrag pro Arbeiter (in Tausend Euro).

Der Befund lässt auf zweierlei schließen. Zum einen sind unter den beobachteten PE-Investoren vermutlich wenig Spezialisten für Unternehmenssanierung zu finden. Zum zweiten liegt das Betätigungsfeld der PE-Investoren in der Stichprobe nicht vorwiegend im Bereich der jungen, erst vor kurzem gegründeten Unternehmen. Kompatibel mit dem vergleichsweise hohen Durchschnittsalter signalisiert die geringe durchschnittliche Einstiegsneigung bei Existenz von Finanzierungsbeschränkungen und/oder bei schlechteren Ratingnoten, dass das Geschäftsmodell der PE-Investoren tendenziell auf Engagements in etablierten Firmen zielt. Auch die Tatsache, dass PE-Firmen im Industriesektor besonders aktiv sind (Tabelle 2, Merkmal 3), deutet auf einen Hang zum Investment in etablierten Unternehmen hin. Auch für einige der nationalen Märkte lässt sich ein höherer Anteil von Industrieunternehmen bei den Zielfirmen im Vergleich zu Nicht-Zielfirmen nachweisen. Für Deutschland und Frankreich sind die Anteilsunterschiede aber nicht signifikant (Tabellen A1 bis A3 im Anhang).

Tabelle 3 zeigt, dass PE-Investoren, wenn sie die eher seltene Entscheidung zugunsten einer Firma aus dem beschränkungsanfälligen Segment getroffen haben, bei diesen Firmen auch überproportional selten den Exit suchen. 14 Prozent der früheren Zielfirmen weisen tendenziell Finanzierungsbeschränkungen auf. Der entsprechende Anteil bei den aktuellen Zielfirmen ist mit 18 Prozent etwas höher.

Das muss nicht notwendigerweise auf eine starke Bindung zwischen PE und dem finanzierungsbeschränkten Unternehmen hindeuten, sondern kann auch damit zusammenhängen, dass der Exit bei einem solchen Unternehmen besonders schwierig ist. Da PE-Firmen ihr Kapital nur temporär zur Verfügung gestellt bekommen und damit innerhalb eines bestimmten Zeithori-

Tabelle 3

Unterschiede in den Firmenmerkmalen beim Austritt von PE (alle Länder) im Vergleich zu den aktuellen Zielfirmen

Merkmale	Firmen mit PE-Investment in t und einem Austritt zwischen t und t+1 (vormalige Zielfirmen)	Firmen mit PE-Investment in t und keinem Austritt zwischen t und t+1 (aktuelle Zielfirmen)	Statistische Signifikanz der Unterschiede zwischen
	(1)	(2)	(1) und (2)
	Fallzahl = 467	Fallzahl = 5 777	
1) Finanzierungsbeschränkung	14	18	***
2) Risiko	2,27	2,79	**
3) Industrieunternehmen	28	28	-
4) Bedeutende Beteiligung vorhanden	36	28	***
5) Anderer Finanzinvestor beteiligt	26	37	***
6) Bank beteiligt	27	38	***
7) Cashflow/Bilanzsumme	3	4	-
8) Arbeitsproduktivität ¹	377	400	-
9) Cashflow-Wachstum	-27	13	**
10) Eigenkapitalquote	39	39	-

Die Merkmale und ihre Dimensionen sind in Tabelle 1 erklärt.

** 5-Prozent-Signifikanzniveau, *** 1-Prozent-Signifikanzniveau.

¹ Durchschnittlicher Jahresertrag pro Arbeiter (in Tausend Euro).

zonts auf Rückzahlung angewiesen sind, kann ein schwieriger Exit auch einen starken Anreiz zur Vermeidung dieser Firmenklasse darstellen und damit zu dem geringen Anteil der finanzierungsbeschränkten Firmen an den PE-Eintrittsfirmen beitragen.

Das Risiko der vormaligen Zielfirmen ist kurz vor dem Exit im Durchschnitt geringer als das der aktuellen Zielfirmen (siehe Tabelle 3, Merkmal 2). Beim Vergleich der vormaligen und der aktuellen Zielfirmen zeigen sich auf den nationalen PE-Märkten kurz vor dem Austritt keine signifikanten Unterschiede bei den Merkmalen *finanzierungsbeschränkt* und *Risiko*. Jedoch ist ein signifikant geringerer Anteil der PE-Zielfirmen *finanzierungsbeschränkt* als in der großen Allgemeinheit der Nicht-Zielfirmen. Das durchschnittliche Risiko der vormaligen Zielfirmen ist in Deutschland, Frankreich, Großbritannien und den Niederlanden niedriger als das der Nicht-Zielfirmen, allerdings erreicht der Unterschied nur für Großbritannien Signifikanzniveau.

In der Gesamtbetrachtung wird eine spürbare Risikosensitivität der PE-Häuser offenbar. Die Zurückhaltung beim Risiko hat für die Finanziere von Private-Equity-Firmen – institutionelle Anleger und im Falle von Buy-Outs auch kreditgebende Banken – Vorteile. Ausfälle auf breiter Front sind nicht zu erwarten. Verbriefte PE-Übernahmekredite sind somit auch nicht mit verbrieften Subprime-Hypothekarkrediten vergleichbar. Dieser Befund deckt sich mit der im Report der European Economic Advisory Group (2009) ausgesprochenen Erwartung über den Risikogehalt von Private-Equity-Übernahmen.

Tabelle 4

**Unterschiede in den Firmenmerkmalen beim Austritt
(alle Länder) im Vergleich zur Allgemeinheit der Firmen,
die keinen PE-Investor hatten**

Merkmale	Firmen mit PE-Investment in t und einem Austritt zwischen t und t+1 (vormalige Zielfirmen)	Firmen, die innerhalb der Beobachtungsphase keinen PE-Investor hatten (Nicht-Zielfirmen)	Statistische Signifikanz der Unterschiede zwischen
	(1)	(2)	(1) und (2)
	Fallzahl = 467	Fallzahl = 132 775	
1) Finanzierungsbeschränkung	14	29	***
2) Risiko	2,27	3,11	**
3) Industrieunternehmen	28	24	**
4) Bedeutende Beteiligung vorhanden	36	54	***
5) Anderer Finanzinvestor beteiligt	26	44	***
6) Bank beteiligt	27	7	***
7) Cashflow/Bilanzsumme	4	8	-
8) Arbeitsproduktivität ¹	377	472	-
9) Cashflow-Wachstum	-27	11	**
10) Eigenkapitalquote	39	31	-

Die Merkmale und ihre Dimensionen sind in Tabelle 1 erklärt.

** 5-Prozent-Signifikanzniveau, *** 1-Prozent-Signifikanzniveau.

¹ Durchschnittlicher Jahresertrag pro Arbeiter (in Tausend Euro).

3.2 Fehlende Einflussmöglichkeiten schrecken Private-Equity-Investoren tendenziell ab

Nur 33 Prozent der Zielunternehmen von PE, jedoch 54 Prozent der Nicht-Zielunternehmen haben einen bedeutenden Eigner, der mindestens 25 Prozent der Anteile besitzt. Auch die Präsenz eines anderen Finanzinvestors wirkt sich negativ auf die Wahrscheinlichkeit des Einstiegs aus. Offenbar schreckt ein vermutlich geringer Spielraum zur Ausübung von Unternehmenskontrolle Private-Equity-Investoren ab (Tabelle 2, Merkmal 4 und 5). Wenn ein bedeutender Eigentümer im Unternehmen vorhanden ist, verabschieden sich Private-Equity-Investoren auch überproportional häufig. Ein bedeutender Nicht-PE-Anteilseigner (Tabelle 3, Merkmal 4) war in 36 Prozent der vormaligen Zielfirmen, aber nur in 28 Prozent der Firmen mit aktueller PE-Beteiligung vorhanden. Das ist komplementär zum Befund für den Einstieg und zeigt die Bedeutung des Motivs *Chance zur Kontrollübernahme* für Private-Equity-Investoren.

Überraschenderweise befördert die Beteiligung einer Bank den Einstieg. 37 Prozent der Unternehmen, bei denen PE-Häuser einsteigen, aber nur sieben Prozent der Unternehmen in der Vergleichsgruppe haben eine Bank als Anteilseigner. Dieser Befund zeigt sich auch in den nationalen PE-Märkten (Tabelle A1). Die relative Seltenheit von Bankbeteiligungen im Allgemeinen wird auch durch den Vergleich von PE-Firmen mit Austritt und Nicht-Zielfirmen bestätigt (Merkmal 6: Tabelle 4 und A3 im Anhang). Private-Equity-Investoren mögen beim Einstieg auf eine für beide Seiten profitable Arbeitsteilung bei der Unternehmenskontrolle hoffen und/oder

sich von der Mitbeteiligung einer Bank einen besseren Zugang zu Krediten erwarten. Diese Hypothese der Komplementärbeziehung zwischen PE- und Bankbeteiligung auf der Mikroebene wird auch von der Tatsache gestützt, dass PE Exits bei Unternehmen mit Bankbeteiligung im Durchschnitt weniger häufig vorkommen als das Verbleiben. In der Gesamtbetrachtung aller Länder haben nur 27 Prozent der Ausstiegsfirmen eine Bankbeteiligung gegenüber 38 Prozent in der Vergleichsgruppe der Firmen mit noch bestehendem PE-Engagement (Tabelle 3, Merkmal 6). Diese Befunde zeigen sich der Tendenz nach auch in den nationalen PE-Märkten (Tabellen A1, A2 und A3).

3.3 Cashflow und Arbeitsproduktivität: Für den Einstieg, aber nicht für den Ausstieg bedeutsam

Mit fünf Prozent im Vergleich zu acht Prozent sind Zielunternehmen von PE im Durchschnitt mit einer geringeren Cashflowquote, also einem geringeren Cashflow relativ zur Bilanzsumme ausgestattet als Nichtzielunternehmen. Hingegen ist beim Ausstieg kein signifikanter Einfluss der Cashflowquote feststellbar (Tabelle 3, Merkmal 7).

Die Arbeitsproduktivität von Zielunternehmen liegt beim Einstieg im Durchschnitt unter dem Wert der Vergleichsgruppe. Beim Ausstieg spielt dieses Merkmal keine signifikante Rolle. Diese Befunde scheinen der weit verbreiteten Auffassung zu widersprechen, dass Private-Equity-Unternehmen „Cash-Cows“ (umsatzstarke Unternehmen mit geringen Produktionskosten) bevorzugen, und die These zu unterstützen, dass Private-Equity-Manager tendenziell da investieren, wo sie Raum für die wirtschaftliche und finanzielle Verbesserung sehen.

Auffällig ist allerdings auch, dass ein hohes Wachstum beim Cashflow PE-Firmen anzieht, wohingegen niedrige Zuwachsraten eher abschrecken (Tabellen 2 und 3, Merkmal 9). Vormalige Zielfirmen zeigen mit –27 Prozent im Durchschnitt ein negatives Cashflow-Wachstum. Aktuelle Zielfirmen können hingegen mit 13 Prozent ein positives Wachstum vorweisen. Ein niedriges Cashflow-Wachstum ist offensichtlich ein starker Grund für die Beendigung des PE-Engagements.

3.4 Private-Equity-Investoren steigen tendenziell eher in gut kapitalisierte Unternehmen ein und aus

Ein Private-Equity-Einstieg ist wahrscheinlicher, wenn das Unternehmen über mehr Eigenkapital verfügt (Tabelle 2, Merkmal 10). Auch auf den nationalen Märkten ziehen gut kapitalisierte Unternehmen PE-Investoren überproportional häufig an (Tabelle A1, Merkmal 10). Mit dem positiven Einfluss dieser Größe sind mehrere Motive vereinbar.

Die Fähigkeit von Private-Equity-Fonds erhebliche Summen an Fremdkapital für den Erwerb einer Zielgesellschaft zu mobilisieren, hat in vielen Ländern stark zum negativen Image von Finanzinvestoren beigetragen (zum Beispiel The Economist 2006). Verschuldung ist allerdings auch ein Mittel zur Managementdisziplinierung. Eine hohe Verschuldung und die inhärente Gefahr eines Bankrotts stellen einen harten Sanktionsmechanismus für das Management dar (Wruck 2008). In diesem Sinne zeigen Unternehmen mit hohen Eigenkapitalquoten eine geringe Disziplinierung des Managements und signalisieren Potential zur Aneignung von Kontrollrenten mittels eines gezielten Einsatzes des Verschuldungsinstruments.

Bei gut kapitalisierten Unternehmen ist Potential zur Einsparung von Unternehmenssteuern vorhanden. In vielen Ländern, so auch in Deutschland herrscht eine steuerliche Ungleichbehandlung von Eigenkapital und Fremdkapital. Die kalkulatorischen Kosten des Eigenkapitals sind – anders als Fremdkapitalzinsen – nicht als Betriebsausgaben abzugsfähig. In Zeiten hinreichend niedriger Risikoprämien auf Fremdkapital ermöglicht der sogenannte Leverage-Effekt daher eine sofortige Erhöhung der Beteiligungsrendite. Die Schattenseite dieses Instruments ist die Gefahr der Fehleinsschätzung der Tragfähigkeit der Schulden des Zielunternehmens und damit der Fehlbewertung des Unternehmensrisikos.

Ob Private-Equity-Investoren den Leverage-Effekt zu stark ausreizen, kann theoretisch nicht beantwortet werden. Wenn jedoch beim Ausstieg vormalige PE-Zielunternehmen systematisch schlechter kapitalisiert sind als aktuelle PE-Zielunternehmen und auch weniger Eigenkapital aufweisen als die große Allgemeinheit der Nicht-Zielfirmen, liegt zumindest der Verdacht nahe, dass unter dem Einfluss von PE-Investoren zu viel Eigenkapital durch Fremdkapital ersetzt wird.

Gut kapitalisierte Unternehmen können auch noch aus einem anderen Grund ein attraktives Ziel für Private-Equity-Investoren sein. Eigenkapital steht für Aktienrückkäufe und Ausschüttung hoher Dividenden zur Verfügung. Das würde eine schnelle Amortisation des Private-Equity-Engagements erlauben. Auch hier kann die Ausstiegsanalyse ein genaueres Bild über die Bedeutung dieses Einstiegsmotivs vermitteln. Spielt das Ausschüttungsmotiv eine vorherrschende Rolle bei der Einstiegsentscheidung, sollten die PE-Ausstiegsunternehmen auch im Durchschnitt weniger Eigenkapital zum Zeitpunkt des Exits besitzen als die Vergleichsgruppen.

Die Analyse der durchschnittlichen Eigenkapitalquote von vormaligen und aktuellen Zielunternehmen ergibt allerdings keinen signifikanten Unterschied bei beiden Gruppen. Vergleicht man die vormaligen Zielfirmen mit den Nicht-Zielfirmen zeigt sich, dass die Unternehmen mit PE Ausstieg besser kapitalisiert sind als die Vergleichsgruppe. Das gilt der Tendenz nach auch für die einzelnen nationalen Märkte (Merkmal 10, Tabelle A3). Das heißt, wenn der letzte verbliebene Private-Equity-Investor seinen Anteil verkauft, sind die vormaligen Zielunternehmen der Private-Equity-Häuser im Durchschnitt nicht schlechter mit Eigenkapital ausgestattet als die anderen Firmen in der Stichprobe.

3.5 Makroökonomische Bedingungen

Das gesamtwirtschaftliche Umfeld beeinflusst die Aktivität von Private Equity. Bankzentrierte Finanzsysteme stehen beispielsweise in dem Ruf, keinen schlagkräftigen Private-Equity-Sektor hervorzubringen, da ihre unterentwickelten Kapitalmärkte keine hinreichend lukrativen Ausstiegskanäle bereitstellen (Black und Gilson 1998). Dem lässt sich allerdings die These gegenüberstellen, dass auch in bankzentrierten Finanzsystemen genügend Eigenkapital unabdingbare Voraussetzung für den Zugang zu Fremdkapital ist. Wenig entwickelte öffentliche Kapitalmärkte und knappes öffentliches Beteiligungskapital könnten sich daher auch positiv auf die Nachfrage nach außerbörslichem Eigenkapital und Private-Equity-Fondsmitteln auswirken.

Die Statistik bestätigt die These von der gegenseitigen Bedingtheit von Private Equity und öffentlichem, an Börsen gehandeltem Eigenkapital. Die Investition von Private-Equity-Häusern ist stark positiv mit der Marktkapitalisierung korreliert. Der Korrelationskoeffizient zwischen dem Anteil der Firmen mit PE-Beteiligung und der Marktkapitalisierung beträgt 0,73 und ist statistisch signifikant. Dieser Befund spricht ebenfalls für die gegenseitige Abhängigkeit von privatem

und öffentlichem Eigenkapital. Eine hohe Marktkapitalisierung steigert über die Bereitstellung von Exit-Kanälen prinzipiell die Private-Equity-Aktivität.

Von einem Rückgang des Niveaus des durchschnittlichen Kreditzinsses⁵ in einem Land geht ein positiver Impuls auf die Private-Equity-Aktivität aus. Der Korrelationskoeffizient zwischen dem Anteil der Firmen mit PE-Investor und dem Kreditzinssatz beträgt $-0,44$ und ist statistisch signifikant. Die Erklärung liegt zum einen in der Tatsache, dass ein niedriger Kreditzinssatz die Aufnahme von Fremdkapital erleichtert. Das wirkt sich vor allem auf die Übernahmefinanzierung positiv aus. Gehen niedrigere Kreditzinsen mit niedrigeren Anleihezinsen einher, ist mit dem Absinken auch eine Verminderung der Opportunitätskosten für Investitionen in Eigenkapital verbunden. Das erhöht das Angebot an investitionsbereitem Beteiligungskapital und kann auch die Chancen zum Ausstieg verbessern. Die positive Korrelation von Ausstieg und Zinssatz lässt sich zwar feststellen, ist aber statistisch nicht signifikant.

4 Fazit und Ausblick

Die Europäische Kommission hat einen Gesetzentwurf zur Regulierung von sogenannten alternativen Investmentfonds vorgestellt. In diesem Rahmen sollen auch Private-Equity-Fonds-Manager mit einem verwalteten Vermögen ab 500 Millionen Euro der Regulierung unterworfen werden (EU Kommission 2009). Für die Fonds und ihre Manager ist geplant, eine Registrierungspflicht und regelmäßige Berichtspflichten gegenüber den Regulatoren einzuführen. Die Manager werden zu mehr Transparenz verpflichtet: *„As regards private equity, managers will need to produce disclosures for key stakeholders, including employees“*.

Der bisherige Regulierungsvorschlag enthält jedoch keine Vorgaben zur Finanzierungsstruktur von Buy-Outs und zur Verschuldung von PE-Fonds. Damit sind auch die Unternehmen, die von PE-Firmen übernommen werden, keinen Einschränkungen bei der Kapitalstruktur unterworfen.⁶

Auf der Basis einer länderübergreifenden Stichprobe europäischer Unternehmen liefert die vorliegende Studie Evidenz dafür, dass eine neutrale Perspektive gegenüber Private Equity-Aktivitäten angebracht ist, und die oft beschworene Furcht vor Private-Equity-Investoren im Allgemeinen nicht gerechtfertigt ist (Schäfer und Fisher 2008a und 2008b). Die Befunde lassen keine systematische Minderkapitalisierung von vormaligen Zielfirmen gegenüber anderen Firmen ohne PE-Investoren erkennen. Auch sollten von strukturierten Finanzierungen, die auf ein Private-Equity-Engagement gründen, keine destabilisierenden Wirkungen zu erwarten sein. Diese Schlussfolgerung lässt sich aus der Tatsache ziehen, dass Private Equity stark risikobehaftete Firmen tendenziell ohnehin meidet (European Economic Advisory Group 2009).

In Zeiten einer Finanzkrise, die auch durch exzessive Hebelfinanzierung ausgelöst wurde, ist die Bedeutung von Private Equity für die europäischen Volkswirtschaften vor allen Dingen in ihrer

⁵ Es wurde der Kreditzinssatz von International Financial Statistics (IFS) benutzt.

⁶ Da die Verschuldung nicht auf der Ebene der Fonds sondern der der Zielunternehmen stattfinden, hätten etwaige Vorgaben die Regulierung der Kapitalstruktur der Zielunternehmen bedeutet (vgl. auch Zimmermann und Schäfer 2009).

Fähigkeit zu sehen, außerbörsliches Eigenkapital zu mobilisieren und für Unternehmen verfügbar zu machen (Schäfer 2008). Diese Funktion wird auch vor dem Hintergrund innovationsgetriebener Wachstumsprozesse immer wichtiger. Sie sollte daher von den Regierungen stärker in den Blick genommen werden. Geeignete Instrumente sind eine gezielte Eigenkapitalförderung (vergleiche auch Admati et al. 2010) und der Abbau der Fremdkapitalsubventionierung.

Literaturverzeichnis

- Achleitner, A. K., C. Andres, A. Betzer und C. Weir (2008): *Economic consequences of private equity investments on the German stock market*. Technical Report. Aberdeen Business School, The Robert Gordon University, Aberdeen, Schottland.
- Admati, A., P. M. DeMarzo, M. Hellwig und P. C. Pfleiderer (2010): *Fallacies, Irrelevant Facts, and Myths in the Discussion of Capital Regulation: Why Bank Equity Is Not Expensive*. Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 86, Stanford Graduate School of Business Research Paper No. 2063.
- Almeida, H., M. Campello und M. Weisbach (2004): The Cash Flow Sensitivity of Cash. *Journal of Finance*, 59 (4), 1777–1804.
- Bester, Helmut (1985): Screening vs. rationing in credit markets with imperfect information. *American Economic Review*, 75 (4), 850–55.
- Black, Bernard S. und Ronald J. Gilson (1998): Venture capital and the structure of capital markets: Banks versus stock markets, *Journal of Financial Economics*, 47, 243–277.
- Centre for Management Buy-Out-Research (2009): *European management Buy-Outs January–June 2009*. Nottingham University Business School Jubilee Campus, Wollaton Road University of Nottingham.
- EEAG (2009): Private equity, the EEAG report on the European economy 2009. München.
- EU Kommission (2009): Regulatory proposal related to Alternative Investment Fund Managers (AIFM). <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=SPEECH/09/206>.
- European Private Equity und Venture Capital Association (2009): EVCA yearbook 2008.
- European Private Equity und Venture Capital Association (2010): EVCA Buy-out Report 2010.
- European Securitisation Forum (2009): ESF Securitisation Data Report Q2, 2009. London, Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA).
- Renneboog, Luc, Tomas Simons und Mike Wright (2008): Why do Public Firms go Private in the UK? *Journal of Corporate Finance*, 13, 591–628.
- Schäfer, D. (2008): Agenda für eine neue Finanzmarktarchitektur. *Wochenbericht des DIW Berlin*, 75 (51/52), 808–817.
- Schäfer, D. und A. Fisher (2008a): Angst vor Finanzinvestoren unbegründet, *Wochenbericht des DIW Berlin*, 75 (11), 125–131.
- Schäfer, D. und A. Fisher (2008b): Die Bedeutung von Buy-Outs/Ins für unternehmerische Effizienz, Effektivität und Corporate Governance. DIW Berlin, Politikberatung kompakt 38.
- The Economist (2006): Barbarians at the gates of Europe. *The Economist* vom 16. Februar 2006, 378 (8465), 61–62.
- The Economist (2009a): A gallant effort. *The Economist* vom 15. Januar 2009, 390 (8614), 32.

- The Economist (2009b): Roll up, roll up. *The Economist* vom 8. Januar 2009, 390 (8613), 62–63.
- Wruck, K. (2008): Private Equity, Corporate Governance and the Reinvention of the Market for Corporate Control, *Journal of Applied Corporate Finance*, 20 (33), 8–21.
- Zimmermann, K. F. und D. Schäfer (2009): *Finanzmärkte nach dem Flächenbrand*. Wiesbaden.

Anhang

Tabelle A1

Determinanten des Eintritts auf den nationalen Märkten¹

Merkmale	Firmen mit PE-Eintritt zwischen t und t+1 (PE-Zielfirmen)	Firmen ohne PE-Investment (Nicht-Zielfirmen)	Statistische Signifikanz der Unterschiede zwischen
	(1)	(2)	(1) und (2)
Deutschland			
<i>Fallzahl</i>	128	7 577	
1) Finanzierungsbeschränkung	8	34	***
2) Risiko	1,88	3,08	**
3) Industrieunternehmen	30	25	-
4) Bedeutende Beteiligung vorhanden	25	65	***
5) Anderer Finanzinvestor beteiligt	27	22	-
6) Bank beteiligt	38	13	***
7) Cashflow/Bilanzsumme	4	7	***
8) Arbeitsproduktivität ²	370	573	***
9) Cashflow-Wachstum	132	7	***
10) Eigenkapitalquote	39	32	***
Frankreich			
<i>Fallzahl</i>	297	18 524	xx
1) Finanzierungsbeschränkung	13	26	***
2) Risiko	2,73	3,97	***
3) Industrieunternehmen	22	24	-
4) Bedeutende Beteiligung vorhanden	42	58	***
5) Anderer Finanzinvestor beteiligt	33	39	-
6) Bank beteiligt	33	8	***
7) Cashflow/Bilanzsumme	6	7	-
8) Arbeitsproduktivität ²	289	417	***
9) Cashflow-Wachstum	26	1	-
10) Eigenkapitalquote	35	29	***
Großbritannien			
<i>Fallzahl</i>	428	17 637	
1) Finanzierungsbeschränkung	17	24	***
2) Risiko	1,65	3,30	***
3) Industrieunternehmen	25	20	***
4) Bedeutende Beteiligung vorhanden	29	73	***
5) Anderer Finanzinvestor beteiligt	21	19	-
6) Bank beteiligt	34	6	***
7) Cashflow/Bilanzsumme	1	6	***
8) Arbeitsproduktivität ²	316	433	***

Fortsetzung Tabelle A1

Merkmale	Firmen mit PE-Eintritt zwischen t und t+1 (PE-Zielfirmen)	Firmen ohne PE-Investment (Nicht-Zielfirmen)	Statistische Signifikanz der Unterschiede zwischen
	(1)	(2)	(1) und (2)
9) Cashflow-Wachstum	30	1	-
10) Eigenkapitalquote	45	26	***
Niederlande			
<i>Fallzahl</i>	47	2 440	
1) Finanzierungsbeschränkung	17	30	-
2) Risiko	1,06	2,71	**
3) Industrieunternehmen	45	28	***
4) Bedeutende Beteiligung vorhanden	21	48	***
5) Anderer Finanzinvestor beteiligt	60	48	-
6) Bank beteiligt	72	7	***
7) Cashflow/Bilanzsumme	10	10	-
8) Arbeitsproduktivität ²	307	775	***
9) Cashflow-Wachstum	-7	-3	-
10) Eigenkapitalquote	41	30	**

Die Merkmale und ihre Dimensionen sind in Tabelle 1 erklärt.

1 Die Fallzahl für die einzelnen Merkmale kann von der Gesamtfallzahl abweichen, wenn für das spezifische Merkmal keine Beachtung vorhanden ist.

2 Durchschnittlicher Jahresertrag pro Arbeiter (in Tausend Euro).

** 5-Prozent-Signifikanzniveau, *** 1-Prozent-Signifikanzniveau.

Tabelle A2

Unterschiede in den Firmenmerkmalen beim Austritt von PE (nationale Märkte) im Vergleich zu den aktuellen Zielfirmen

Merkmale	Firmen mit PE-Investment in t und einem Austritt zwischen t und t+1 (vormalige Zielfirmen)	Firmen mit PE-Investment in t und keinem Austritt zwischen t und t+1 (aktuelle Zielfirmen)	Statistische Signifikanz der Unterschiede zwischen
	(1)	(2)	(1) und (2)
Deutschland			
<i>Fallzahl</i>	37	366	
1) Finanzierungsbeschränkung	11	11	-
2) Risiko	2,13	3,74	-
3) Industrieunternehmen	32	33	-
4) Bedeutende Beteiligung vorhanden	41	28	-
5) Anderer Finanzinvestor beteiligt	24	42	**
6) Bank beteiligt	24	48	***
7) Cashflow/Bilanzsumme	4	3	-
8) Arbeitsproduktivität ¹	264	386	-
9) Cashflow-Wachstum	-138	128	**
10) Eigenkapitalquote	47	34	-
Frankreich			
<i>Fallzahl</i>	104	1 189	
1) Finanzierungsbeschränkung	12	13	-
2) Risiko	3,73	3,22	-
3) Industrieunternehmen	28	20	-
4) Bedeutende Beteiligung vorhanden	42	34	-
5) Anderer Finanzinvestor beteiligt	25	32	-
6) Bank beteiligt	25	33	-
7) Cashflow/Bilanzsumme	1	3	-
8) Arbeitsproduktivität ¹	256	333	-
9) Cashflow-Wachstum	-57	1	-
10) Eigenkapitalquote	34	40	**
Großbritannien			
<i>Fallzahl</i>	105	1 634	
1) Finanzierungsbeschränkung	14	15	-
2) Risiko	2,08	2,54	-
3) Industrieunternehmen	20	26	-
4) Bedeutende Beteiligung vorhanden	35	25	**
5) Anderer Finanzinvestor beteiligt	20	45	***
6) Bank beteiligt	24	51	***
7) Cashflow/Bilanzsumme	3	1	-
8) Arbeitsproduktivität ¹	270	314	-
9) Cashflow-Wachstum	39	1	-

Fortsetzung Tabelle A2

Merkmale	Firmen mit PE-Investment in t und einem Austritt zwischen t und t+1 (vormalige Zielfirmen)	Firmen mit PE-Investment in t und keinem Austritt zwischen t und t+1 (aktuelle Zielfirmen)	Statistische Signifikanz der Unterschiede zwischen
	(1)	(2)	(1) und (2)
10) Eigenkapitalquote	37	39	-
Niederlande			
<i>Fallzahl</i>	<i>7</i>	<i>140</i>	
1) Finanzierungsbeschränkung	14	19	-
2) Risiko	1,59	1,95	-
3) Industrieunternehmen	57	36	-
4) Bedeutende Beteiligung vorhanden	29	21	-
5) Anderer Finanzinvestor beteiligt	57	61	-
6) Bank beteiligt	43	65	-
7) Cashflow/Bilanzsumme	8	7	-
8) Arbeitsproduktivität ¹	1 404	478	***
9) Cashflow-Wachstum	-213	-8	-
10) Eigenkapitalquote	37	35	-

Die Merkmale und ihre Dimensionen sind in Tabelle 1 erklärt.

¹ Durchschnittlicher Jahresertrag pro Arbeiter (in Tausend Euro).

** 5-Prozent-Signifikanzniveau, *** 1-Prozent-Signifikanzniveau.

Tabelle A3

**Unterschiede in den Firmenmerkmalen beim Austritt von PE (nationale Märkte)
im Vergleich zur Allgemeinheit der Firmen, die keinen PE-Investor hatten**

Merkmale	Firmen mit PE-Investment in t und einem Austritt zwischen t und t+1 (vormalige Zielfirmen)	Firmen, die innerhalb der Beobachtungsperiode keinen PE-Investor hatten (Nicht-Zielfirmen)	Statistische Signifikanz der Unterschiede zwischen
	(1)	(2)	(1) und (2)
Deutschland			
<i>Fallzahl</i>	37	7 726	
1) Finanzierungsbeschränkung	11	33	***
2) Risiko	2,13	3,05	-
3) Industrieunternehmen	32	25	-
4) Bedeutende Beteiligung vorhanden	41	64	***
5) Anderer Finanzinvestor beteiligt	24	22	-
6) Bank beteiligt	24	13	**
7) Cashflow/Bilanzsumme	4	7	-
8) Arbeitsproduktivität ¹	264	567	-
9) Cashflow-Wachstum	-138	9	**
10) Eigenkapitalquote	47	32	***
Frankreich			
<i>Fallzahl</i>	104	18 900	
1) Finanzierungsbeschränkung	12	26	***
2) Risiko	3,73	3,96	-
3) Industrieunternehmen	28	24	-
4) Bedeutende Beteiligung vorhanden	42	58	***
5) Anderer Finanzinvestor beteiligt	25	39	***
6) Bank beteiligt	25	8	***
7) Cashflow/Bilanzsumme	1	7	***
8) Arbeitsproduktivität ¹	256	414	**
9) Cashflow-Wachstum	-57	2	-
10) Eigenkapitalquote	34	29	-
Großbritannien			
<i>Fallzahl</i>	105	18 170	
1) Finanzierungsbeschränkung	14	24	**
2) Risiko	2,08	3,26	**
3) Industrieunternehmen	20	20	-
4) Bedeutende Beteiligung vorhanden	35	71	***
5) Anderer Finanzinvestor beteiligt	20	19	-
6) Bank beteiligt	24	6	***
7) Cashflow/Bilanzsumme	3	6	-
8) Arbeitsproduktivität ¹	270	430	**

Fortsetzung Tabelle A3

Merkmale	Firmen mit PE-Investment in t und einem Austritt zwischen t und t+1 (vormalige Zielfirmen))	Firmen, die innerhalb der Beobachtungsperiode keinen PE-Investor hatten (Nicht-Zielfirmen)	Statistische Signifikanz der Unterschiede zwischen
	(1)	(2)	(1) und (2)
9) Cashflow-Wachstum	39	2	-
10) Eigenkapitalquote	37	27	**
Niederlande			
<i>Fallzahl</i>	7	2494	
1) Finanzierungsbeschränkung	14	29	-
2) Risiko	1,59	2,67	-
3) Industrieunternehmen	57	28	-
4) Bedeutende Beteiligung vorhanden	29	47	-
5) Anderer Finanzinvestor beteiligt	57	49	-
6) Bank beteiligt	43	8	***
7) Cashflow/Bilanzsumme	8	10	-
8) Arbeitsproduktivität ¹	1405	767	-
9) Cashflow-Wachstum	-213	-3	-
10) Eigenkapitalquote	37	31	-

Die Merkmale und ihre Dimensionen sind in Tabelle 1 erklärt.

¹ Durchschnittlicher Jahresertrag pro Arbeiter (in Tausend Euro).

** 5-Prozent-Signifikanzniveau, *** 1-Prozent-Signifikanzniveau.