



Due Diligence im Private Equity – Einsatz und Rolle quantitativer Methoden bei Private Equity Transaktionen

Dissertationsschrift

zur Erlangung des akademischen Grades

Doktor der Wirtschaftswissenschaft (Dr. rer. pol.)

an der Lehrereinheit für Statistik
der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät
der Universität Passau

vorgelegt von

Dipl.-Kfm./Dipl.-Volksw. Peter von Snitkin
(geb. in Guayaquil/ Ecuador)

Passau, im Juli 2015

Erstgutachterin: Prof. Dr. Gertrud Moosmüller
Zweitgutachter: Prof. Dr. Jochen Wilhelm

Tag der Disputation: 16.12.2015

I Inhaltsverzeichnis

II	Abkürzungsverzeichnis	I
III	Symbolverzeichnis	VII
IV	Abbildungsverzeichnis	VIII
V	Tabellenverzeichnis	XIII
VI	Due Diligence im Private Equity – Einsatz und Rolle quantitativer Methoden bei Private Equity Transaktionen	- 1 -
1	Einleitung	- 1 -
2	Aktuelle Forschung zu Private Equity und Motivation der Arbeit	- 9 -
2.1	Wesentliche Forschungsgebiete im Private Equity	- 9 -
2.1.1	Historische Entwicklung und Geschäftsmodell des Private Equity	- 10 -
2.1.2	Private Equity als Anlageform und dessen Performance	- 11 -
2.1.3	Private Equity als Finanzierungsform für Unternehmen	- 14 -
2.1.4	Institutionelle Fragestellungen und Governance im Private Equity	- 15 -
2.1.5	Wirkung von Private Equity Investitionen auf Unternehmen und Volkswirtschaft .	- 16 -
2.1.6	Investitionsentscheidung bei Private Equity Transaktionen	- 18 -
2.1.7	Due Diligence und Unternehmensbewertung im Private Equity Kontext.....	- 19 -
2.1.7.1	Due Diligence	- 19 -
2.1.7.2	Unternehmensbewertung und quantitative Methoden.....	- 21 -
2.2	Motivation für die in dieser Arbeit behandelte Fragestellungen	- 22 -
3	Private Equity – eine Einführung	- 26 -
3.1	Begriff und Arten des Private Equity	- 26 -
3.1.1	Definitorische Zusammensetzung des Begriffs ‚Private Equity‘	- 27 -
3.1.2	Arten des Private Equity	- 44 -
3.1.2.1	Einordnung der Begriffe Private Equity, Buyout und Venture Capital	- 44 -
3.1.2.2	Einordnung der PE-Aktivitäten anhand des Unternehmenslebenszyklus	- 46 -
3.2	Eigenschaften und Besonderheiten des Private Equity Markts.....	- 52 -
3.3	Die Geschichte der Private Equity Branche	- 56 -
3.3.1	Die Ursprünge des Private Equity – Entstehung des Venture Capital.....	- 57 -
3.3.2	Weiterentwicklung des Venture Capital und die erste Blase	- 62 -
3.3.3	Die Entstehung des Buyout-Geschäfts und der Aufstieg der Private Equity Branche seit den 80er Jahren.....	- 65 -

Inhaltsverzeichnis

3.3.4	Die Entstehung des Private Equity in Deutschland	- 73 -
3.4	Das Geschäftsmodell von Private Equity Gesellschaften	- 76 -
3.4.1	Die Kapitalbeschaffung im Private Equity	- 78 -
3.4.1.1	Eigenkapitalherkunft und Investitionskanäle im Private Equity	- 79 -
3.4.1.2	Gründe für die Investition in Private Equity Fonds	- 87 -
3.4.2	Beteiligungssuche und Evaluation	- 89 -
3.4.2.1	Beteiligungssuche – der Selektionsprozess zur Auswahl von Beteiligungsmöglichkeiten	- 90 -
3.4.2.2	Due Diligence als zentrales Prüf- und Bewertungsinstrument bei der Transaktionsentscheidung	- 94 -
3.4.2.3	Evaluation von möglichen Beteiligungen: Unternehmensbewertung und Private Equity	- 106 -
3.4.3	Deal-Strukturierung: Syndizierung und Finanzierung des Unternehmenskaufs („Leverage-Effekt“)	- 113 -
3.4.4	Operative Wertsteigerung: Rolle und Aktivitäten der PE-Gesellschaft bei der Beteiligung während der Halteperiode	- 124 -
3.4.4.1	Ziele und Rolle des Private Equity Investors im Unternehmen	- 125 -
3.4.4.2	Vorgehensweise zur Wertsteigerung der Beteiligung während der Halteperiode	- 128 -
3.4.4.2.1	Für den Beteiligungswert relevante Steuerungsgrößen	- 130 -
3.4.4.2.2	Vorgehensweise für die operative Unternehmenswertsteigerung	- 131 -
3.4.5	Exit-Optionen für Private Equity Funds am Ende der Halteperiode	- 133 -
3.4.6	Zusammenfassung: Renditemaximierung bei Private Equity Beteiligungen	- 145 -
3.5	Abgrenzung von Private Equity Fonds und Hedge Fonds	- 148 -
4	Grundlegende Informationsprobleme und Unsicherheiten bei einem Unternehmenskauf: Informationsasymmetrien und Prognoseproblem	- 150 -
4.1	Informationsasymmetrie und Interessenslagen	- 150 -
4.1.1	Vorvertragliche Informationsasymmetrie: ‚Hidden Characteristics‘	- 151 -
4.1.2	Nachvertragliche Informationsasymmetrie: Hidden Action, Hidden Information & Hidden Intention	- 154 -
4.1.3	Zusammenfassung: Informationsausstattung und Zielsetzungen von externem Käufer, Verkäufer und Management beim Unternehmenskauf	- 157 -
4.2	Prognoseproblem beim Unternehmenskauf	- 163 -
4.2.1	Notwendigkeit von Prognosen beim Unternehmenskauf	- 163 -
4.2.2	Prognosemethoden und Analytik & Intuition bei (Investitions-) Entscheidungen	- 165 -
5	Empirische Untersuchung: Due Diligence im Private Equity – Einsatz und Rolle quantitativer Methoden bei Private Equity Transaktionen	- 175 -
5.1	Forschungsansatz und Vorgehensweise für die empirische Untersuchung	- 175 -
5.2	Untersuchte Fragestellungen und zugehörige Hypothesen	- 176 -

5.3	Zugrundeliegende Daten: Datenerhebung und verwendete Datenquellen	- 182 -
5.3.1	Online-Befragung von Private Equity Experten	- 183 -
5.3.1.1	Adressaten der Befragung und Grundgesamtheit.....	- 184 -
5.3.1.1.1	Adressierte Unternehmen.....	- 184 -
5.3.1.1.2	Adressierte Personen	- 185 -
5.3.1.2	Erstellung des Fragebogens: Struktur und Variablenmessung	- 187 -
5.3.1.3	Vorbesprechungen und Pre-Test des Fragebogens	- 191 -
5.3.1.4	Verteilung des Online-Fragebogens.....	- 192 -
5.3.1.5	Rücklaufquote der Online-Befragung	- 194 -
5.3.1.6	Fehlende Daten, Datenfehler und ausgeschlossene Datensätze	- 195 -
5.3.2	Weitere hinzugekaufte Daten.....	- 197 -
5.4	Auswertung der Daten: Methoden, Ergebnisse und Diskussion	- 199 -
5.4.1	Demographische Struktur der Stichprobe.....	- 199 -
5.4.1.1	Unternehmensarten und -größen	- 200 -
5.4.1.2	Erfahrungshintergrund der befragten Teilnehmer	- 202 -
5.4.1.3	Geographische Verteilung der Befragungsteilnehmer	- 207 -
5.4.2	Deskriptive Zusammenfassung und Binomialtests auf mehrheitliche Zustimmung/ Nicht-Zustimmung (Hypothesen zu Fragestellungen I bis VII).....	- 208 -
5.4.2.1	Fragen zur Qualität von Due Diligence.....	- 210 -
5.4.2.2	Einsatz und Rolle quantitativer & qualitativer Methoden bei Private Equity Transaktionen	- 225 -
5.4.2.3	Zusammenfassung der Hypothesen aus deskriptiver Untersuchung und Binomialtests.....	- 265 -
5.4.2.3.1	Ergebnis aus Hypothesen zu allgemeinen Fragen zu Due Diligence	- 265 -
5.4.2.3.2	Ergebnis aus Hypothesen zu Einsatz und Rolle quantitativer & qualitativer Methoden bei Private Equity Transaktionen.....	- 268 -
5.4.3	Untersuchung von Variablenzusammenhängen.....	- 271 -
5.4.3.1	Ex ante postulierte Konstrukte für die Untersuchung der aufgestellten Hypothesen	- 272 -
5.4.3.2	Hauptkomponentenanalyse zur Überprüfung der postulierten Konstrukte	- 274 -
5.4.3.2.1	Theoretische Kurzbeschreibung der Hauptkomponentenanalyse.....	- 274 -
5.4.3.2.2	Ergebnisse der Hauptkomponentenanalyse.....	- 278 -
5.4.3.3	Hypothesentests im Strukturgleichungsmodell mittels PLS	- 287 -
5.4.3.3.1	Kurzeinführung in Strukturgleichungsmodelle und Wahl der PLS- Methode	- 288 -
5.4.3.3.2	Gütekriterien zur Bewertung von PLS-Modellen	- 293 -
5.4.3.3.3	Definition der Messmodelle für die vorliegende Untersuchung	- 300 -
5.4.3.3.4	Verwendete Software & Einstellungsparameter für die Berechnung der Strukturgleichungsmodelle	- 301 -
5.4.3.3.5	Ergebnisse der Hypothesentests.....	- 303 -

Inhaltsverzeichnis

5.5	Zusammenfassende Diskussion der Ergebnisse	- 348 -
6	Schlussbemerkung und Ausblick	- 358 -
VII	Anhang	i
1	Fragebogen & Variablen	i
2	Antworten zur Befragung.....	xxx
2.1	Allgemeine Fragen zu Due Diligence	xxx
2.2	Einsatz und Rolle quantitativer & qualitativer Methoden bei Private Equity Transaktionen xxxii	
3	Auswertungsanhang.....	xxxvii
3.1	Binomialtest für Zustimmungsquote	xxxvii
3.2	Ergebnisse des Xi-Quadrat-Tests auf Normalverteilung für zu optimistische Verkäuferangaben	xl
3.3	Detaillierte Ergebnisse des Kruskal-Wallis-Tests zum Einsatz quantitativer Methoden nach Unternehmensart (nur Variablen mit signifikanten Unterschieden nach Unternehmensart).....	xli
3.4	Anhang zur Hauptkomponentenanalyse	lxix
VIII	Literaturverzeichnis	i

II Abkürzungsverzeichnis

Allgemeine Abkürzungen

Anm. d. Verf.	Anmerkung des Verfassers
ARD	American Research and Development
Asymp.	Asymptotisch
AVE	Average Variance Extracted
BewG.	Bewertungsgesetz
Bsp.	Beispiel
bspw.	Beispielsweise
BVK	Bundesverband Deutsche Beteiligungsgesellschaften
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CEFS	Centre for Entrepreneurial and Financial Studies
CEO	Chief Executive Officer
CF	Cash Flow
CFO	Collateralised Fund Obligation
DCF	Discounted Cash Flow
DD	Due Diligence
DEV	Durchschnittlich erfasste Varianz
d.h.	das heißt
DIW	Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung
DM	Deutsche Mark
DVCV	Deutscher Venture Capital Verband
ebd.	ebenda
EK	Eigenkapital
ERISA	Employee Retirement Income Security Act
ErbStG.	Erbschaftsteuer- und Schenkungssteuergesetz
ERP	European Recovery Programme

etc.	et cetera
EUR	Euro
evtl.	eventuell
EZB	Europäische Zentralbank
f.	folgend
ff.	fortfolgend
FFI	Finance for Industry
FIPEMA	Frankfurt Institute for Private Equity and M&A
FIMIX-PLS	Finite Mixture Partial Least Squares
FK	Fremdkapital
F&E	Forschung und Entwicklung
et al.	et alii
EBIT	Earnings Before Interest and Tax
EBITDA	Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortisation
engl.	englisch
EVCA	European Private Equity and Venture Capital Association
ggf.	gegebenenfalls
GmbH & Co. KG	Gesellschaft mit beschränkter Haftung und Compagnie Kommanditgesellschaft
HGB	Handelsgesetzbuch
HR	Human Resources
ibid.	ibidem
ICFC	Industrial and Commercial Finance Corporation
i.d.R.	in der Regel
inkl.	inklusive
IPO	Initial Public Offering
IRR	Internal Rate of Return
KMO	Kaiser-Meyer-Olkin
KKR	Kohlberg, Kravis & Roberts
LA	Lenkungsausschuss
LBO	Leveraged Buyout
LIBOR	London Interbank Offered Rate
LP	Limited Partnership
M&A	Mergers and Acquisitions

Abkürzungsverzeichnis

mbH	mit beschränkter Haftung
MBI	Management Buy-In
MBO	Management Buy-Out
Mio.	Million
Mrd.	Milliarde
NDA	Non Disclosure Agreement
o.g.	oben genannt
OCI	Organizational Cultural Inventory
PE	Private Equity
PLS	Partial Least Squares
PMO	Program Management Office
PR	Public Relations
s.	siehe
S.	Seite
SA	Securities Act von 1933 (US-amerikanische Regulierung von Kapitalmärkten)
SBA	Small Business Authority
SBIC	Small Business Investment Company
SC	Steering Committee
SEA	Securities and Exchange Act von 1934 (US-amerikanische Regulierung von Kapitalmärkten)
sec.	section (engl.)
Sig.	Signifikanz
s.o.	siehe oben
sog.	sogenannt
SPD	Sozialdemokratische Partei Deutschlands
Steco.	Steering Committee
S&P 500	Standard & Poor's 500
u.a.	unter anderem
USA	United States of America
USD	US Dollar
u.U.	unter Umständen
v.a.	vor allem
VC	Venture Capital

Verf.	Verfasser
VDD	Vendor Due Diligence
vgl.	vergleiche
VIF	Varianzinflationsfaktor
VWL	Volkswirtschaftslehre
WFG	Deutsche Wagnisfinanzierungsgesellschaft mbH
u.U.	unter Umständen
usw.	und so weiter
z.B.	zum Beispiel
ZOPA	Zone of Potential Agreement (engl. für Verhandlungsspielraum – beim Unternehmenskauf: Intervall zwischen der Mindestpreisvorstellung des Verkaufenden und dem Höchstpreis, den der Käufer zu zahlen bereit ist; die ZOPA nimmt Werte ≥ 0 an)

Variablenspezifische Abkürzungen

Abgl.	Abgleich
allg.	allgemein
Befr.	Befragung
Bew.	Bewertung
bish.	bisherig
CF	Cash Flow
Comm.	Commercial
derz.	Derzeitig
d.	der / die / das/ des/ durch
DD	Due Diligence
Dealerf.	Dealerfahrung
Durchführb.	Durchführbarkeit
inges.	eingesetzt
einf.	einfach
entscheidungsrel.	entscheidungsrelevant
Erg.	Ergebnis
Exp.	Experte

Abkürzungsverzeichnis

ext.	extern
fallabh.	fallabhängig
f.d.	für die
Fragest.	Fragestellung
gew.	gewichtet
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
IE	Investitionsentscheidung
I.-Bank	Investmentbank
Investitionsentsch.	Investitionsentscheidung
IRR	Internal Rate of Return
lin.	linear
Memo.	Memorandum
MS Office	Microsoft Office
Kenntn.	Kenntnis
Korr.	Korrelation
kompl.	komplex
Kostenentw.	Kostenentwicklung
Kundenbefr.	Kundenbefragung
kurzfr.	kurzfristig
M.	Methoden/ Modelle
Marktentw.	Marktentwicklung
makroök.	makroökonomisch
Mandatbearb.	Mandatbearbeitung
math.	mathematisch
Meth.	Methoden
Max.	Maximum
Min.	Minimum
Mitarb.	Mitarbeiter
Mod.	Modell
Oper.	Operational
Optimierungsverf.	Optimierungsverfahren
Optionsbew.	Optionsbewertungsverfahren
PE	Private Equity
pot.	potentiell

Abkürzungsverzeichnis

Qual.	Qualität
quant./ quantit.	quantitativ
qualit.	qualitativ
QM	Quantitative Methoden/ Modelle
Rechtsverh.	Rechtsverhältnisse
regelm.	regelmäßig
sign.	signifikant
sonst.	sonstige
spez.	speziell/ spezifisch
Strat.	Strategie
stat.	statistisch
Techn.	Technical
teilw.	teilweise
U.-Beratung	Unternehmensberatung
Umsatzentw.	Umsatzentwicklung
Unternehmensbew.	Unternehmensbewertung
unnöt.	unnötig
unzur.	unzureichend
v.	von
VDD	Vendor Due Diligence
verw.	verwendet
Wettbewerberbefr.	Wettbewerberbefragung
Wichtig.	Wichtigkeit
wirt.	wirtschaftliche
wstl.	wesentlich
zentr.	zentrale
Zeitaufw.	Zeitaufwand
Zielunt.	Zielunternehmen
Zuliefererbefr.	Zuliefererbefragung

III Symbolverzeichnis

=	gleich
≠	ungleich
>	größer
<	kleiner
≥	größer/ gleich
≤	kleiner/ gleich
+	Plus (Addition)
-	Variante 1: Minus (Subtraktion)/ Variante 2: ‚bis‘
/	geteilt
x	Betrag von x
~	ungefähr
*	Variante 1: Multiplikation/ Variante 2: Signifikanzniveau von 0,1
**	Signifikanzniveau von 0,05
***	Signifikanzniveau von 0,01
(*)	Signifikanzniveau von 0,2 (Interpretation mit Einschränkungen)
§	Paragraph
%	Prozent
&	und
#	Anzahl
α/ alpha	Signifikanzniveau
f	Effektstärke bei Strukturgleichungsmodellen
H ₀	Nullhypothese
H ₁	Gegenhypothese
H _x	Hypothese ‚x‘ (wobei gilt: x = 1, 2, 3, 4, ...)
N bzw. n	Anzahl
p	erfülltes Signifikanzniveau („p-Wert“)
Q ²	Prognoserelevanz bei Strukturgleichungsmodellen
R ²	Bestimmtheitsmaß („R-Quadrat“)
x	Platzhalter für beliebigen Wert (z.B. 1, 2, 3, ...)

IV Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Konstituierende Elemente des Begriffs 'Private Equity'	- 29 -
Abbildung 2: Einordnung verschiedener PE-Beteiligungsformen in den Lebenszyklus eines Unternehmens (funktionale Verläufe sind illustrativ dargestellt).....	- 50 -
Abbildung 3: Wertschöpfungskette im Private Equity.	- 78 -
Abbildung 4: Kapitalquellen und Investitionskanäle im Private Equity (ohne Fremdkapital).	- 82 -
Abbildung 5: Typisierter Verlauf der Selektion von Investitionsmöglichkeiten sowie Analyse- und Bewertungsaufwand im Private Equity.	- 93 -
Abbildung 6: Beispiel für die finanzielle Struktur einer LBO-Beteiligung.	- 117 -
Abbildung 7: Typische technische Asset Deal Struktur eines Leverage Buyout.	- 118 -
Abbildung 8: Vereinfachtes Beispiel für einen 100 Prozent Buyout ohne Fremdkapitalhebel (Leverage).	- 119 -
Abbildung 9: Vereinfachtes Beispiel für einen 100 Prozent Leverage Buyout (LBO) mit 80 Prozent Fremdkapitalanteil.	- 120 -
Abbildung 10: Zusammenfassung der Hebel zur Renditemaximierung im Private Equity.	- 148 -
Abbildung 11: Informations-Anreizbeziehung zwischen Käufer, Verkäufer und Management bei einer Unternehmenstransaktion.	- 162 -
Abbildung 12: Quantitative und qualitative Verarbeitung in Zuge der Investitionsentscheidung (vereinfacht).	- 174 -
Abbildung 13: Vorgehensweise für die empirische Untersuchung dieser Arbeit.	- 176 -
Abbildung 14: Vollständiger zeitlicher Ablauf von Erstellung und Durchführung der Online-Befragung.....	- 183 -
Abbildung 15: Struktur des Online-Fragebogens (vereinfacht).....	- 188 -
Abbildung 16: Zeitliche Verteilung der erhaltenen 380 Datensätze.....	- 195 -
Abbildung 17: Vollständigkeit der Datensätze, aus der Auswertung exkludierte und in die Auswertung inkludierte Datensätze.....	- 196 -
Abbildung 18: Art des Unternehmens und Unternehmensgröße (Anzahl Mitarbeiter).	- 201 -
Abbildung 19: Assets/ Capital under Management nach Art der Private Equity Gesellschaft.....	- 202 -
Abbildung 20: Verteilung der Stichprobe auf Unternehmensart und Position.	- 203 -
Abbildung 21: Berufserfahrung (gesamt und im Private Equity) der Befragungsteilnehmer.	- 204 -
Abbildung 22: Verteilung der Berufserfahrung nach Kategorie (n = 369).....	- 204 -
Abbildung 23: Anzahl begleiteter Due Diligences.	- 205 -
Abbildung 24: Angegebene Branchenschwerpunkte der Teilnehmer (Mehrfachnennungen bis zu fünf Schwerpunkten möglich).....	- 206 -
Abbildung 25: Anzahl Branchenschwerpunkte je Teilnehmer.	- 207 -
Abbildung 26: Geographische Verteilung der Stichprobe.	- 208 -

Abbildung 27: Frage 4 – Wie gut eignet sich Ihrer Meinung nach die Durchführung folgender Due Diligences, um die für die Investitionsentscheidung relevanten Informationen/ Prognosen zu erhalten?	- 211 -
Abbildung 28: Frage 1 – Wie hoch sind aus Ihrer Erfahrung die Investitionsrisiken hinter folgenden Punkten?	- 213 -
Abbildung 29: Frage 2 – Wie gut kann Ihrer Meinung nach eine Due Diligence bei den folgenden Punkten ein klares Bild/ Transparenz über mögliche Investitionsrisiken herstellen?	- 214 -
Abbildung 30: Einschätzung der Risiken und deren Aufdeckung/ Transparenz im Zuge der Durchführung einer Due Diligence.	- 215 -
Abbildung 31: Frage 5 – Wie häufig identifizieren Sie in folgenden Due Diligences sog. „Red Flags“, also kritische Punkte, welche zur Entscheidung führen, die Investition nicht weiter zu verfolgen?	- 217 -
Abbildung 32: Frage 3 - In wie viel Prozent der Fälle fallen aus Ihrer Erfahrung die von der Verkäuferseite angegebenen unternehmenswertrelevanten Informationen als zu optimistisch, realistisch oder zu pessimistisch aus?.....	- 219 -
Abbildung 33: Zusammenhang zwischen zu optimistischen Verkäuferangaben/ -informationen und wahrgenommener Höhe der Risiken (gemessen an der durchschnittlichen Antwort).....	- 221 -
Abbildung 34: Zusammenhang zwischen zu optimistischen Verkäuferangaben/ -informationen und wahrgenommener Höhe der Risiken (gemessen am Grad der Zustimmung - prozentualer Anteil der Antworten mit der Risikoeinschätzung ‚Eher hoch‘ und ‚Hoch‘).	- 221 -
Abbildung 35: Frage 6 – Wie wichtig sind Ihnen folgende Kriterien bei Due Diligence Gutachten?	- 224 -
Abbildung 36: Frage 8 – Welche Rolle spielen für Sie quantitative Modelle (z.B. Business Case, LBO-Modell) bei der Investitionsentscheidung?	- 225 -
Abbildung 37: Frage 9 – Wie häufig erfüllen Modelle in Ihrem Arbeitsalltag die folgenden Anforderungen?	- 228 -
Abbildung 38: Frage 10 – Wie wichtig sind Ihrer Meinung nach folgende Informationsquellen für die Investitionsentscheidung?	- 230 -
Abbildung 39: Frage 11 – Wie wichtig sind Ihnen folgende Kriterien bei extern bezogenen/ zugekauften Informationen/ Daten/ Prognosen (z.B. makroökonomische Daten, Marktstudien)?	- 231 -
Abbildung 40: Frage 12 – Worauf achten Sie bei der Wahl externer Berater (v.a. Unternehmensberatungen, Investmentbanken, Anwälte)?.....	- 233 -
Abbildung 41: Frage 13 – Wie bewerten Sie die Ergebnisse quantitativer Modelle im Vergleich zu Expertenwissen bzw. Einschätzung von Experten (z.B. Branchenexperten und Erfahrungswerte)?.....	- 235 -
Abbildung 42: Frage 14 – Wie gehen Sie mit voneinander abweichenden Expertenangaben um?	- 236 -
Abbildung 43: Frage 15 – Wie häufig werden aus Ihrer Erfahrung folgende Modellierungen bei der Investitionsentscheidung/ Due Diligence eingesetzt?	- 238 -

Abbildung 44: Frage 16 – Wie häufig werden aus Ihrer Erfahrung folgende Bewertungsverfahren bei der Investitionsentscheidung/ Due Diligence eingesetzt?	- 240 -
Abbildung 45: Frage 17 – Wie häufig werden aus Ihrer Erfahrung folgende statistische Methoden bei der Investitionsentscheidung/ Due Diligence eingesetzt?	- 241 -
Abbildung 46: Frage 18 – Wie häufig werden aus Ihrer Erfahrung folgende qualitative Methoden bei der Investitionsentscheidung/ Due Diligence eingesetzt?	- 253 -
Abbildung 47: Frage 19 – Welchen Gründen für einen begrenzten Einsatz statistischer Methoden bei der Investitionsentscheidung/ Due Diligence stimmen Sie zu?	- 255 -
Abbildung 48: Frage 20 – Wie wichtig schätzen Sie folgende Faktoren für die erfolgreiche Arbeit im Private Equity ein?	- 256 -
Abbildung 49: Frage 21 – 'Weiche' Faktoren vs. quantitative Methoden: Wie würden Sie die Gewichtung von 'weichen' Faktoren (Erfahrung/ Expertenwissen) im Vergleich zur Gewichtung quantitativer Methoden bei der Investitionsentscheidung einschätzen?	- 260 -
Abbildung 50: Frage 22 – Abschließende Bewertung: Bitte geben Sie an, inwieweit Sie den folgenden Aussagen zustimmen.....	- 264 -
Abbildung 51: Scree-Plot der Hauptkomponentenanalyse.....	- 280 -
Abbildung 52: Strukturgleichungsmodell I – Modellaufbau und Hypothesen zur Untersuchung der Treiber für die Gewichtung quantitativer Methoden.....	- 304 -
Abbildung 53: Strukturgleichungsmodell I – Ergebnisse der Untersuchung der Treiber für die Gewichtung quantitativer Methoden.	- 322 -
Abbildung 54: Strukturgleichungsmodell II – Modellaufbau und Hypothesen zur Untersuchung des Zusammenhangs zwischen Einsatz und Rolle quantitativer Methoden und Fund Performance (gewichtetes Quartil).	- 323 -
Abbildung 55: Strukturgleichungsmodell II – Ergebnisse der Untersuchung des Zusammenhangs zwischen Einsatz und Rolle quantitativer Methoden und Fund Performance (gewichtetes Quartil).....	- 330 -
Abbildung 56: Angepasstes Strukturgleichungsmodell IIa – Modellaufbau und Hypothesen zur Untersuchung des Zusammenhangs zwischen Einsatz und Rolle quantitativer Methoden und Fund Performance (gewichtetes Quartil).	- 332 -
Abbildung 57: Strukturgleichungsmodell IIa – Ergebnisse zur Untersuchung des Zusammenhangs zwischen Einsatz und Rolle quantitativer Methoden und Fund Performance (gewichtetes Quartil).....	- 348 -
Abbildung 58: Ergebnisse des Xi-Quadrat-Tests auf Normalverteilung für zu optimistische Verkäuferangaben.....	xl
Abbildung 59: Ergebnis des Kruskal-Wallis-Tests für den Einsatz allgemeiner Modellierungen nach Unternehmensart.	xli
Abbildung 60: Paarweiser Vergleich für Unterschiede im Einsatz allgemeiner Modellierungen nach Unternehmensart.	xlii
Abbildung 61: Ergebnis des Kruskal-Wallis-Tests für den Einsatz von Treiberbäumen nach Unternehmensart.	xliii

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 62: Paarweiser Vergleich für den Einsatz von Treiberbäumen nach Unternehmensart.....	xliv
Abbildung 63: Ergebnis des Kruskal-Wallis-Tests für den Einsatz von Szenarien nach Unternehmensart.	xlv
Abbildung 64: Paarweiser Vergleich für den Einsatz von Szenarien nach Unternehmensart.	xlvi
Abbildung 65: Ergebnis des Kruskal-Wallis-Tests für den Einsatz von LBO-Modellen nach Unternehmensart.	xlvii
Abbildung 66: Paarweiser Vergleich für den Einsatz von LBO-Modellen nach Unternehmensart.	xlviii
Abbildung 67: Ergebnis des Kruskal-Wallis-Tests für den Einsatz von DCF-Methoden nach Unternehmensart.	xlix
Abbildung 68: Paarweiser Vergleich für den Einsatz von DCF-Methoden nach Unternehmensart.	l
Abbildung 69: Ergebnis des Kruskal-Wallis-Tests für den Einsatz von Ertragswert-Verfahren nach Unternehmensart.	li
Abbildung 70: Paarweiser Vergleich für den Einsatz von Ertragswert-Verfahren nach Unternehmensart.	lii
Abbildung 71: Ergebnis des Kruskal-Wallis-Tests für den Einsatz von CAPM nach Unternehmensart.	liii
Abbildung 72: Paarweiser Vergleich für den Einsatz von CAPM nach Unternehmensart.....	liv
Abbildung 73: Ergebnis des Kruskal-Wallis-Tests für den Einsatz von Zerschlagungswerten nach Unternehmensart.	lv
Abbildung 74: Paarweiser Vergleich für den Einsatz von Zerschlagungswerten nach Unternehmensart.	lvi
Abbildung 75: Ergebnis des Kruskal-Wallis-Tests für den Einsatz von Optionsbewertungsverfahren nach Unternehmensart.....	lvii
Abbildung 76: Paarweiser Vergleich für den Einsatz von Optionsbewertungsverfahren nach Unternehmensart.	lviii
Abbildung 77: Ergebnis des Kruskal-Wallis-Tests für den Einsatz von Renditemodellierungen nach Unternehmensart.	lix
Abbildung 78: Paarweiser Vergleich für den Einsatz von Renditemodellierungen nach Unternehmensart.	lx
Abbildung 79: Ergebnis des Kruskal-Wallis-Tests für den Maximalwert über alle Unternehmensbewertungsverfahren nach Unternehmensart.....	lxi
Abbildung 80: Paarweiser Vergleich für den Maximalwert über alle Unternehmensbewertungsverfahren nach Unternehmensart.....	lxii
Abbildung 81: Ergebnis des Kruskal-Wallis-Tests für den Einsatz von einfachen statistischen Verfahren nach Unternehmensart.....	lxiii
Abbildung 82: Paarweiser Vergleich für den Einsatz von einfachen statistischen Verfahren nach Unternehmensart.	lxiv
Abbildung 83: Ergebnis des Kruskal-Wallis-Tests für den Einsatz von komplexen statistischen Verfahren nach Unternehmensart.....	lxv

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 84: Paarweiser Vergleich für den Einsatz von komplexen statistischen Verfahren nach Unternehmensart.	lxvi
Abbildung 85: Ergebnis des Kruskal-Wallis-Tests für den Maximalwert über den Einsatz aller statistischen Verfahren nach Unternehmensart.	lxvii
Abbildung 86: Paarweiser Vergleich für den Maximalwert über den Einsatz aller statistischen Verfahren nach Unternehmensart.	lxviii

V Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Beschreibung der Lebensphasen des Unternehmens im Kontext von Venture Capital und Private Equity Aktivitäten (graphische Risikoverläufe sind illustrativ dargestellt).....	- 49 -
Tabelle 2: Vergleich der Kriterien des Private Equity Markts mit denen des vollkommenen Kapitalmarkts.	- 55 -
Tabelle 3: Arten von Unternehmensbewertungsverfahren.	- 108 -
Tabelle 4: Einteilung von Prognoseverfahren im Rahmen der Unternehmensbewertung.	- 167 -
Tabelle 5: Unterscheidung von Intuition und Analytik.	- 168 -
Tabelle 6: Verwendete Ordinalskalierungen in der Online-Befragung.	- 190 -
Tabelle 7: t-Test für die Häufigkeit von zu optimistischer Verkäuferinformation nach Themengebiet.	- 219 -
Tabelle 8: Frage 7 – Due Diligence Kosten in Prozent des Kaufpreises der Beteiligung.....	- 222 -
Tabelle 9: Kolmogorov-Smirnov-Test der Variablen zum Einsatz quantitativer Methoden auf Normalverteilung.	- 243 -
Tabelle 10: Levene-Test auf Varianzhomogenität des Einsatzes quantitativer Methoden innerhalb der jeweiligen Unternehmensarten.	- 244 -
Tabelle 11: Ergebnis des 'Kruskal-Wallis-Tests' zum Vergleich der Unternehmensarten auf Unterschiede im Einsatz quantitativer Methoden.	- 246 -
Tabelle 12: Vergleich des Einsatzes quantitativer Methoden nach Unternehmensart mittels Kruskal-Wallis-Test (nur Variablen mit signifikantem Unterschied nach Unternehmensart).	- 249 -
Tabelle 13: Mehrheitlich wichtige Faktoren für die Erfolgreiche Arbeit im Private Equity (α steht für das Signifikanzniveau für die mehrheitliche Einstufung der Erfolgsfaktoren als ‚eher wichtig‘ und ‚sehr wichtig‘).	- 257 -
Tabelle 14: Chi-Quadrat-Test auf Normalverteilung der Gewichtungen von quantitativen Methoden und weichen Faktoren.....	- 261 -
Tabelle 15: t-Test auf Mittelwert = 0,5 für Gewicht quantitativer und weicher Faktoren bei der Investitionsentscheidung.....	- 261 -
Tabelle 16: Ergebnisübersicht der Untersuchung von Hypothesen zu allgemeinen Fragen zu Due Diligence.....	- 265 -
Tabelle 17: Ergebnisübersicht der Untersuchung von Hypothesen zu Einsatz und Rolle quantitativer und qualitativer Methoden bei der Investitionsentscheidung.	- 269 -
Tabelle 18: Postulierte Variablenpakete und zugehörige Variablen für Hauptkomponentenanalyse.	- 273 -
Tabelle 19: Extrahierte Hauptkomponenten mit Eigenwerten und erklärter Varianz.....	- 279 -
Tabelle 20: KMO-Kriterium und Bartlett-Test.....	- 281 -

Tabellenverzeichnis

Tabelle 21: Kommunalitäten für einbezogene Variablen (Variablenbezeichnung in Kurzform angegeben).....	- 282 -
Tabelle 22: Rotierte Komponentenmatrix und sortierte Ladungen (Ladungen unterhalb von 0,5 ausgeblendet).	- 284 -
Tabelle 23: Kriterien zur Bestimmung des Messmodells von Konstrukten im Rahmen von Strukturgleichungsmodellen.....	- 290 -
Tabelle 24: Vergleich kovarianz- und varianzbasierter Methoden zur Schätzung von Strukturgleichungsmodellen.....	- 291 -
Tabelle 25: Bestimmung der Messmodelle für definierte Konstrukte/ latente Variablen.	- 301 -
Tabelle 26: Gütebewertung der formativen Messmodelle in Strukturgleichungsmodell I.....	- 306 -
Tabelle 27: Gütebewertung der reflektiven Messmodelle in Strukturgleichungsmodell I.	- 310 -
Tabelle 28: Gütebewertung des Strukturmodells von Strukturgleichungsmodell I.	- 313 -
Tabelle 29: Gütebewertung der formativen Messmodelle in Strukturgleichungsmodell II.....	- 325 -
Tabelle 30: Gütebewertung der reflektiven Messmodelle in Strukturgleichungsmodell II.	- 327 -
Tabelle 31: Gütebewertung des Strukturmodells von Strukturgleichungsmodell II.	- 329 -
Tabelle 32: Gütekriterien der latenten Variablen 'Arbeit im PE – PE-Toolkit als Erfolgstreiber' (Zwischenuntersuchung).	- 331 -
Tabelle 33: Gütebewertung der formativen Messmodelle in Strukturgleichungsmodell IIa.....	- 334 -
Tabelle 34: Gütebewertung der reflektiven Messmodelle in Strukturgleichungsmodell IIa.	- 338 -
Tabelle 35: Gütebewertung des Strukturmodells von Strukturgleichungsmodell IIa.	- 341 -
Tabelle 36: Frage 1 – Investitionsrisiken: Wie hoch sind aus Ihrer Erfahrung die Investitionsrisiken hinter folgenden Punkten?	xxx
Tabelle 37: Frage 2 – Identifikation von Investitionsrisiken: Wie gut kann Ihrer Meinung nach eine Due Diligence bei den folgenden Punkten ein klares Bild/ Transparenz über mögliche Investitionsrisiken herstellen?.....	xxx
Tabelle 38: Frage 3 – Anpassungen durch Due Diligence: In wie viel Prozent der Fälle fallen aus Ihrer Erfahrung die von der Verkäuferseite angegebenen unternehmenswertrelevanten Informationen als zu optimistisch, realistisch oder zu pessimistisch aus?.....	xxx
Tabelle 39: Frage 4 – Prognose-Eignung von Due Diligences: Wie gut eignet sich Ihrer Meinung nach die Durchführung folgender Due Diligences, um die für die Investitionsentscheidung relevanten Informationen/ Prognosen zu erhalten?	xxx
Tabelle 40: Frage 5 – Identifikation von „Red Flags“: Wie häufig identifizieren Sie in folgenden Due Diligences sog. „Red Flags“, also kritische Punkte, welche zur Entscheidung führen, die Investition nicht weiter zu verfolgen?	xxx
Tabelle 41: Frage 6 – Due Diligence Gutachten: Wie wichtig sind Ihnen folgende Kriterien bei Due Diligence Gutachten?.....	xxx
Tabelle 42: Frage 7 – Wie hoch sind aus Ihrer Erfahrung die Due Diligence Kosten im Verhältnis zum Kaufpreis? (bitte Ihre Erfahrungswerte in % angeben).....	xxx
Tabelle 43: Frage 8 – Zweck/ Rolle quantitativer Modelle: Welche Rolle spielen für Sie quantitative Modelle (z.B. Business Case, LBO-Modell) bei der Investitionsentscheidung?	xxx

Tabellenverzeichnis

Tabelle 44: Frage 9 – Anforderungen an quantitative Modelle: Wie häufig erfüllen Modelle in Ihrem Arbeitsalltag die folgenden Anforderungen?	xxxii
Tabelle 45: Frage 10 – Informationsquellen: Wie wichtig sind Ihrer Meinung nach folgende Informationsquellen für die Investitionsentscheidung?	xxxii
Tabelle 46: Frage 11 – Extern bezogene Informationen/ Daten/ Prognosen: Wie wichtig sind Ihnen folgende Kriterien bei extern bezogenen/ zugekauften Informationen/ Daten/ Prognosen (z.B. makroökonomische Daten, Marktstudien)?	xxxii
Tabelle 47: Frage 12 – Externe Berater: Worauf achten Sie bei der Wahl externer Berater (v.a. Unternehmensberatungen, Investmentbanken, Anwälte)?.....	xxxiii
Tabelle 48: Frage 13 – Experteneinschätzungen: Wie bewerten Sie die Ergebnisse quantitativer Modelle im Vergleich zu Expertenwissen bzw. Einschätzung von Experten (z.B. Branchenexperten und Erfahrungswerte)?.....	xxxiii
Tabelle 49: Frage 14 – Abweichende Expertenangaben: Wie gehen Sie mit voneinander abweichenden Expertenangaben um?	xxxiii
Tabelle 50: Frage 15 – Einsatz von Modellierungen: Wie häufig werden aus Ihrer Erfahrung folgende Modellierungen bei der Investitionsentscheidung/ Due Diligence eingesetzt?.....	xxxiii
Tabelle 51: Frage 16 – Einsatz von Bewertungsverfahren: Wie häufig werden aus Ihrer Erfahrung folgende Bewertungsverfahren bei der Investitionsentscheidung/ Due Diligence eingesetzt?	xxxiv
Tabelle 52: Frage 17 – Einsatz statistischer Methoden: Wie häufig werden aus Ihrer Erfahrung folgende statistische Methoden bei der Investitionsentscheidung/ Due Diligence eingesetzt?.....	xxxiv
Tabelle 53: Frage 18 – Einsatz von qualitativen Methoden: Wie häufig werden aus Ihrer Erfahrung folgende qualitative Methoden bei der Investitionsentscheidung/ Due Diligence eingesetzt?	xxxiv
Tabelle 54: Frage 19 – Einsatz statistischer Methoden: Welchen Gründen für einen begrenzten Einsatz statistischer Methoden bei der Investitionsentscheidung/ Due Diligence stimmen Sie zu?	xxxiv
Tabelle 55: Frage 20 – Wie wichtig schätzen Sie folgende Faktoren für die erfolgreiche Arbeit im Private Equity ein?	xxxv
Tabelle 56: Frage 21 – 'Weiche' Faktoren vs. quantitative Methoden: Wie würden Sie die Gewichtung von 'weichen' Faktoren (Erfahrung/ Expertenwissen) im Vergleich zur Gewichtung quantitativer Methoden bei der Investitionsentscheidung einschätzen? (bitte geben Sie Ihre ungefähre Gewichtung in Prozent an - Summe 100%; Beispiel: 60/40).	xxxv
Tabelle 57: Frage 22 – Abschließende Bewertung: Bitte geben Sie an, inwieweit Sie den folgenden Aussagen zustimmen.	xxxvi
Tabelle 58: Binomialtest auf Zustimmungquote.	xxxix
Tabelle 59: Vollständige rotierte Komponentenmatrix.	lxix

VI Due Diligence im Private Equity – Einsatz und Rolle quantitativer Methoden bei Private Equity Transaktionen

1 Einleitung

Einführende Überlegungen

Die Private Equity Branche hat in ihrer Entwicklung bis zur letzten Jahrtausendwende eine große Bedeutung errungen¹ und diese bis zum heutigen Tag weiter ausgebaut.² Im Jahr 2007 haben Private Equity Fonds weltweit ca. eine Billion USD an Kapital verwaltet, wobei die sogenannten ‚Buyout-Funds‘ als Hauptgruppe der Branche mit ihren Unternehmensübernahmen und -verkäufen bereits kurz nach der Jahrtausendwende ein Viertel der weltweiten M&A Transaktionen getätigt haben.³ Die Entwicklung wurde vor allem durch das Substituieren von Bankkrediten durch Kapitalmarktfinanzierungen insbesondere bei jungen Unternehmen vorangetrieben.⁴ Das eigentliche Wachstum der Branche hat in den 80er Jahren und damit ca. vier Jahrzehnte nach ihrer formellen Entstehung begonnen⁵ und sich bis heute fortgesetzt. So schreibt Jensen (1989, überarbeitet 1997) dazu: *„New organizations are emerging [...] – organizations that are corporate in form but have no public shareholders and are not listed or traded on organized exchanges. These organizations use public and private debt, rather than public equity, as their major source of capital. Their primary owners are not households but large institutions and entrepreneurs that designate agents to manage and monitor on their behalf and bind those agents with large equity interests and contracts governing the distribution of cash. Takeovers, corporate breakups, divisional spin-offs, leveraged buyouts, and going-private trans-*

¹ Vgl. Fenn et al. (1997), S. 1; vgl. Graf et al. (2001), S. 21; vgl. Bilo (2002), S. 7; vgl. Achleitner et al. (2008), S. 9.

² Vgl. Axelson et al. (2009), S. 1549 f.; vgl. Metrick und Yasuda (2010), S. 2303 f.

³ Vgl. Metrick und Yasuda (2010), S. 2303 f.

⁴ Vgl. Graf et al. (2001), S. 21.

⁵ Teilsatz vgl. Fenn et al. (1997), S.1.

*actions are the most visible manifestations of a massive organizational change in the economy.*⁶

Private Equity stellt eine Form der Unternehmensfinanzierung mittels Eigenkapitalbeteiligung durch einen Investor dar (näheres dazu in Kapitel 3).⁷ Private Equity geht oftmals auch mit dem Begriff ‚Venture Capital‘ einher, wobei unter letzterem vor allem die Finanzierung neuer und junger Unternehmen mittels Eigenkapitalbeteiligung verstanden wird und dies somit als Teilgebiet des Private Equity zu verstehen ist.⁸ Diese Gruppe unter den Private Equity Gesellschaften hat bereits in den Jahren 1999 und 2000 ungefähr 160 Milliarden USD Kapital aufgebracht und investiert.⁹ Durch Venture Capital Finanzierung sind einige heute bekannte Unternehmen erfolgreich groß geworden, wie Cisco Systems, Apple, Microsoft, Intel, Google oder Skype.¹⁰

Große Finanzinvestoren, unter ihnen Private Equity (PE) Unternehmen, stehen von Zeit zu Zeit immer wieder im Rampenlicht der öffentlichen Diskussion. Prägend in der öffentlichen Meinung war in besonderem Maße die vom damaligen SPD-Vorsitzenden Franz Müntefering initiierte ‚Heuschreckendebatte‘¹¹, nachdem der Wasserarmaturenhersteller Grohe von einem Konsortium aus der Texas Pacific Group und Crédit Suisse aus der Hand von BC Partners übernommen wurde, die Grohe seit 1999 in ihr Portfolio aufgenommen hatte.¹² Gegenstand dieser Diskussion war eine Liste von Beteiligungsgesellschaften, die wegen ihres Geschäftsmodells als ‚Heuschrecken‘ definiert wurden. Die Aussage von Müntefering soll ein Verständnis über das Geschäftsmodell dieser Gesellschaften offenbaren, welches vereinfacht das Beladen der übernommenen Unternehmen mit Schulden besteht, um möglichst hohe Ausschüttungen –im Zweifel unter Verkauf der Vermögensgegenstände des

⁶ Jensen (1989, überarbeitet 1997), S. 1.

⁷ Vgl. Fenn et al. (1995), S. 3; vgl. Graf et al. (2001), S. 24; vgl. Diller (2007), S. 8.

⁸ Vgl. Graf et al. (2001), S. 24-26.

⁹ Vgl. Metrick und Yasuda (2010), S. 2303 f.

¹⁰ Vgl. Gompers (1994), S. 8; vgl. Gompers und Lerner (2000), S. 284; vgl. Metrick und Yasuda (2010), S. 2304.

¹¹ Vgl. Achleitner et al. (2008), S. 9. Am 17. April 2005 sagte Franz Müntefering in einem Interview mit der Bild am Sonntag: *„Manche Finanzinvestoren verschwenden keinen Gedanken an die Menschen, deren Arbeitsplätze sie vernichten – sie bleiben anonym, haben kein Gesicht, fallen wie Heuschreckenschwärme über Unternehmen her, grasen sie ab und ziehen weiter. Gegen diese Form von Kapitalismus kämpfen wir.“* (Bild am Sonntag vom 17. April 2005).

¹² Vgl. Achleitner et al. (2008), S. 9.

Unternehmens- an die Eigentümer zu ermöglichen, die laut dieser Interpretation damit hohe Renditen auf Kosten der Mitarbeiter des Unternehmens (Jobvernichtung, Leiharbeit) für sich behalten.¹³ Diese einseitige Interpretation der Branche durch ihre Kritiker stellt auch Grote (2007) fest und verweist auf die Unversöhnlichkeit in der unter Verwendung von unterstützenden Beispielen geführten Argumentation von Gewerkschaften und Private Equity Verbänden.¹⁴ Sicherlich haben Negativbeispiele einzelner Marktteilnehmer in der Branche zu dieser Perzeption beigetragen und damit die Beteiligungsbranche als Ganzes in ein entsprechend vorurteilsgeprägtes Licht geführt.¹⁵ Die in der Öffentlichkeit geführte Diskussion zu Private Equity erscheint jedoch ideologisch und von politischem Opportunismus geprägt, dem Anspruch an Objektivität und Sachlichkeit wurde sie so nicht gerecht.¹⁶ Die beschriebene Diskussion dreht sich in ihrem Kern um den Zielkonflikt zwischen Beschäftigung bzw. Beschäftigungssicherheit und Renditefokus. Doch gerade dieser Zielkonflikt besteht nur auf kurze Sicht, langfristig können nur ertragsstarke Unternehmen auf Dauer Arbeitsplätze halten und ausbauen¹⁷, was gerade der heftig diskutierte Fall von Grohe am Ende bewiesen hat.¹⁸ Erschwerend kommt bei dieser Diskussion hinzu, dass das Geschäftsmodell von Private Equity Gesellschaften im Vergleich zu anderen Finanzierungsgeschäften wesentlich komplexer ist und entsprechend mehr Erklärung bedarf.¹⁹ Zusätzlich ist, vor allem wegen der ‚privaten‘ Natur der Transak-

¹³ Vgl. Rügemeier (2005), S. 50-53. Hier spricht der Autor sogar von ‚sozialen Grausamkeiten‘ und schreibt im weiteren Verlauf: *„Die Gewinne der Finanzinvestoren beruhen auch auf Arbeitsplatzvernichtung, Lohnsenkungen, Outsourcing und dem verstärkten Einsatz von Leiharbeitern“* (Rügemeier (2005), S. 52). Auch Michael Sommer wurde in seiner Funktion als Vorsitzender des Deutschen Gewerkschaftsbundes von der Frankfurter Rundschau mit folgender Aussage zitiert: *„Wir alle kennen den Fall Grohe, wo die so genannten Heuschrecken in ein gesundes Unternehmen eindrangen, es aufkauften und zersplitterten. Und am Ende verloren die Menschen ihre Arbeitsplätze.“* (Frankfurter Rundschau vom 08. Februar 2007).

¹⁴ Vgl. Grote (2007) S. 7 f. Die Branchenverbände wie der BVK oder die EVCA bemühen sich um eine verstärkte Aufklärung über Private Equity. So hat der Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) in seinem Papier ‚Zur Rolle von Private Equity und Venture Capital in der Wirtschaft‘ seinen Beitrag zu einer objektiveren Aufklärung über die Branche zu leisten versucht (vgl. Frommann/ Dahmann (2005), S. 1 f.).

¹⁵ Vgl. Poech et al. (2005), S. 289.

¹⁶ Vgl. Blome-Drees und Rang (2006), S. 9. Auch Grote (2007) erwähnt einleitend die Verbindung von Private Equity mit Mythen und Missverständnissen.

¹⁷ Vgl. Statistisches Bundesamt (2006), S. 468.

¹⁸ Ein entsprechendes Gutachten im Auftrag des Bundesfinanzministeriums zum Fall Grohe aus dem Jahr 2007 bestätigte im Nachgang, dass die Investoren und ihre Berater im Unternehmen *„nachhaltig Wert geschaffen und das Unternehmen insbesondere international stabil positioniert [haben]“* (Das Gutachten wird z.B. von der Welt zitiert unter <http://www.welt.de/wirtschaft/Private-Equity/article4404842/8-Der-umstrittenste-Fall-Grohe.html>, Zugriff am 30. Mai 2015). Im Jahr 2013 wurde Grohe von dem japanischen Sanitärunternehmen ‚Lixil‘ übernommen und befindet sich damit nicht mehr in der Hand von Finanzinvestoren.

¹⁹ Vgl. Poech et al. (2005), S. 289.

tionen²⁰, wenig über die Industrieökonomik der PE Branche bekannt, was vorwiegend auf begrenzte Datenverfügbarkeit und der damit verbundenen Beschränkung auf freiwillige Angaben der Marktteilnehmer zurückzuführen ist²¹. Kaplan und Schoar (2005) stellen z.B. fest, dass Performance-Daten v.a. wegen oftmals fehlender Publizitätspflicht schwer zu erhalten sind.²² Eine Analyse des Private Equity Marktes stellt sich damit prinzipiell als schwierig dar.²³ Eine faktenbasierte Aufklärung über die Arbeit und Herangehensweise von Private Equity Fonds hat in den Medien zwar nicht dieselbe Präsenz genossen, wie sie eine ‚Heuschreckendebatte‘ erhielt, dennoch gab es auch in der Presse von Zeit zu Zeit kritische und auch differenzierte Stellungnahmen zur Arbeit von PE-Gesellschaften.²⁴ Die Wissenschaft wiederum hat sich in zunehmendem Umfang mit dem Thema Private Equity beschäftigt und damit eine faktenbasiertere Aufklärungsarbeit geleistet (siehe Kapitel 2).

Die vorliegende Arbeit hat sich zum Ziel gesetzt, durch eine weltweite Befragung von Private Equity Experten einen tieferen Einblick in die tägliche praktische Arbeit von Private Equity Gesellschaften und den damit verbundenen Problemstellungen, vor allem im Hinblick auf die Investitionsentscheidung, zu liefern. Bei der Entscheidung über den Erwerb von Unternehmensanteilen stehen Private Equity Gesellschaften stets vor zwei großen Informationsproblemen: Den Informationsasymmetrien gegenüber Verkäufer und Unternehmensmanagement auf der einen Seite und dem Prognoseproblem bezüglich der künftigen Entwicklung des Zielunternehmens und dessen Zahlungsströmen auf der anderen Seite. Die Anreizprobleme aus den Informationsasymmetrien adressiert die Branche in der Praxis durch entsprechend professionalisierte institutionelle Mechanismen. Das Prognoseproblem und die Reduktion des Informationsnachteils gegenüber dem Verkäufer versuchen Private Equity Gesellschaften im Rahmen der Due Diligence bzw. im Rahmen der sich daraus ergebenden

²⁰ Teilsatz vgl. Fenn et al. (1995), S.1.

²¹ Teilsatz vgl. Bader (1996), S. 176; vgl. Blum (1997), S. 38; vgl. Fenn et al. (1997), S. 1; vgl. Graf et al. (2001), S. 21; Kaplan und Schoar (2005), S. 1793; vgl. Metrick und Yasuda (2010), S. 2304., Vgl. Bilo (2002), S. 7. Der erschwerte Zugang zu Daten bzw. deren Vertraulichkeit wird auch von Gompers und Lerner (2001) als ursächlich für noch offene Fragestellungen in diesem Forschungszweig betrachtet.

²² Vgl. Kaplan und Schoar (2005), S. 1791.

²³ Vgl. Fenn et al. (1995), S.1; vgl. Fenn et al. (1997), S. 1.

²⁴ Beispiele sind zu finden in der Welt Online vom 17. April 2009 unter <http://www.welt.de/politik/article3571154/Heute-ist-Muenteferings-Tag-der-Heuschrecke.html> (Zugriff am 02. August 2006) oder bei Spiegel Online unter <http://www.spiegel.de/wirtschaft/0,1518,532147,00.html> (Zugriff am 02. August 2011).

den Kaufpreisermittlung zu lösen. Die sorgfältige Überprüfung und Verarbeitung aller für den Unternehmenswert und die Investitionsentscheidung relevanten Daten und Informationen im Rahmen des Due Diligence Prozesses erfolgt entlang sämtlicher wirtschaftlicher, technischer und juristischer Fragestellungen. Informationsasymmetrien und das Prognoseproblem sind dabei oft eng mit einander verbunden. Quantitative und qualitative Methoden spielen an dieser Stelle eine elementare Rolle, nachdem der Unternehmenswert aus den auf den Kaufzeitpunkt diskontierten zukünftigen Erfolgen bzw. Zahlungsströmen ermittelt wird. Oft zitiert wird in diesem Zusammenhang die Aussage Schmalenbachs: „Für das gewesene gibt der Kaufmann nichts.“²⁵ Dieses bis heute in der Unternehmensbewertung maßgebliche Grundprinzip, dessen einfachste Form die auf die Barwertrechnung von Fibonacci²⁶ zurückzuführende Kapitalwertrechnung unter Sicherheit darstellt, stellt den Investor immer wieder vor die Aufgabe, bei seiner Investitionsentscheidung den Blick in die Zukunft zu richten, um sich ein möglichst gutes Bild über die weitere Entwicklung des Investitionsobjekts und dessen Zahlungsströme zu machen. Trotzdem besteht eine Investitionsentscheidung nicht nur aus reinen Formeln und Zahlen, ebenso wird der persönlichen Erfahrung der Entscheider, sowohl mit Hinblick auf Transaktionen als auch auf spezifisches Branchenwissen und Geschäftsverständnis, ein großes Gewicht beigemessen. Die vorliegende Arbeit widmet sich quantitativen und qualitativen Elementen und deren Zusammenspiel bei der Investitionsentscheidung.

Kernfragestellungen für die vorliegende Arbeit

Basierend auf diesen Grundüberlegungen soll diese Arbeit neben dem grundsätzlichen Einblick in die quantitative Arbeit und Entscheidungspraxis bei Transaktionen von Private Equity Unternehmen folgende Kernfragestellungen adressieren:

- Welche Qualität wird der Due Diligence mit Bezug auf ihre Funktion beigemessen: Eignung zum Erhalt von entscheidungsrelevanten Informationen/ Prognosen sowie Herstellung von Transparenz über Investitionsrisiken, auch im Kontext von Informationsasymmetrien?

²⁵ Vgl. Münstermann (1966), S. 21.

²⁶ Vgl. Ferguson (2009), S. 32.

- Welche quantitativen Methoden werden im Zuge der Investitionsentscheidung/ Due Diligence eingesetzt und welche Rolle bzw. welches Gewicht haben diese im Vergleich zu weichen Faktoren, wie z.B. Expertenwissen oder persönliche Erfahrung?
- Welche Größen beeinflussen die Gewichtung quantitativer Methoden bei der Investitionsentscheidung?
- Haben Einsatz und Rolle bzw. Gewichtung quantitativer Methoden einen Einfluss auf den Erfolg einer Private Equity Gesellschaft?

Aufbau der Arbeit

Im Anschluss an diese Einleitung folgt im zweiten Kapitel zunächst ein Abschnitt mit einem Überblick über die aktuelle Forschung zu Private Equity, an den sich im zweiten Abschnitt die daraus abgeleitete Motivation der Arbeit anschließt. Dieser mündet in den konkreten Fragestellungen, die Gegenstand der hier vorgestellten Untersuchung und Grundlage für die zu prüfenden Hypothesen sind.

Im dritten Kapitel folgt eine Einführung in das Private Equity. Beginnend mit der definitorischen Einordnung von Private Equity und dessen Unterformen folgt eine kurze Beschreibung der Besonderheiten des Private Equity Marktes. Weiterhin wird in diesem Kapitel auf die Geschichte der Branche eingegangen genauso wie auf das Geschäftsmodell entlang der Wertschöpfungskette von Private Equity Unternehmen, welche mit der Kapitalbeschaffung beginnt, und die sich weiter über die Beteiligungssuche und Evaluation, hin zur Deal-Strukturierung, der operativen Wertsteigerung bis hin zum Exit –also dem Wiederverkauf- der Portfoliounternehmen erstreckt. Das Kapitel schließt mit einer Abgrenzung von Private Equity Funds und Hedge Fonds.

Das vierte Kapitel beschreibt die grundlegenden Informationsprobleme und Unsicherheiten bei einem Unternehmenskauf. Hier wird zunächst auf Informationsasymmetrien und Interessenslagen eingegangen, die im Ergebnis des Abschnitts in einen zusammengehörigen Kontext mit den Hauptprotagonisten bei einer Transaktion – Käufer, Verkäufer und Unternehmensmanagement- gesetzt werden. Anschließend

wird auf das zweite wesentliche Problemfeld beim Unternehmenskauf, das Prognoseproblem, eingegangen. Die hier beschriebenen Inhalte befassen sich mit der Prognosenotwendigkeit beim Unternehmenskauf als solcher, einer kurzen Behandlung von Prognosemethoden im Kontext von analytischem und intuitivem Entscheidungsverhalten und kommen schließlich zu einem vereinfachten Schema, das quantitative und qualitative Informationsverarbeitung im Kontext der Investitionsentscheidung im Private Equity darstellt.

Basierend auf den theoretischen Beschreibungen der ersten Kapitel befindet sich in Kapitel fünf die empirische Untersuchung dieser Arbeit. Diese beginnt im ersten Abschnitt mit einer Beschreibung der Struktur des Forschungsansatzes, gefolgt von einer Definition der zu untersuchenden Hypothesen im zweiten Abschnitt entlang der formulierten Fragestellungen aus Kapitel zwei. Der dritte Abschnitt dieses Kapitels beschreibt ausführlich die der Arbeit zugrundeliegenden Daten sowie deren Erhebung bzw. deren Quellen. Hier wird im Detail auf die Adressaten der durchgeführten Befragung, die Erstellung und auf den Test des Fragebogens sowie dessen Verteilung eingegangen. Weiterhin geht der Abschnitt auf die Rücklaufquote der Befragung, fehlende Daten, Datenfehler und zu verwerfende Datensätze ein. Zuletzt werden noch die für die Untersuchung extern zugekauften Daten aufgeführt. Der vierte Abschnitt stellt das Herzstück dieses Kapitels dar. Hier finden die Beschreibung der Datenauswertung inkl. einer kurzen Beschreibung der verwendeten Methoden sowie eine ausführliche Diskussion entlang der Hypothesentests statt. Beginnend mit der Vorstellung der demographischen Struktur der Stichprobe folgt als nächstes eine ausführliche deskriptive Beschreibung der Erhebungsergebnisse, begleitet von der Untersuchung der Hypothesen sowie der dazugehörigen inhaltlichen Interpretation. Im Anschluss daran erfolgt eine detaillierte Untersuchung und Diskussion von Variablenzusammenhängen entlang der weiteren definierten Hypothesen, zum einen mit Blick auf die Gewichtung quantitativer Methoden bei der Investitionsentscheidung, und zum anderen mit Blick auf den Erfolg von Private Equity Gesellschaften im Kontext von Einsatz, Rolle und Gewichtung quantitativer Methoden bei der Investitionsentscheidung.

Das sechste Kapitel liefert eine grobe Zusammenfassung der Ergebnisse sowie einen kurzen Ausblick auf mögliche vertiefende Forschungsansätze zum Thema.

2 Aktuelle Forschung zu Private Equity und Motivation der Arbeit

Private Equity hat im Zuge seines Bedeutungsgewinns eine verstärkte akademische Aufmerksamkeit erhalten, insbesondere in angelsächsischen Ländern. Doch auch im deutschsprachigen Raum wurde das Thema Private Equity in der jüngeren Vergangenheit in zunehmendem Maße durch die Wissenschaft behandelt. Dass Private Equity mittlerweile kein wissenschaftliches Randgebiet mehr darstellt, zeigt sich ebenfalls am Vorhandensein von spezialisierten Forschungseinrichtungen wie beispielsweise dem ‚Coller Institute of Private Equity‘ an der London Business School, dem ‚Oxford Private Equity Institute‘, dem ‚Center for Entrepreneurial Financial Studies‘ (CEFS) an der Technischen Universität München, dem ‚Frankfurt Institute for Private Equity and M&A‘ (FIPEMA) an der Frankfurt School of Finance and Management oder dem Asia Private Equity Institute an der Singapore Management University.²⁷ Der vorliegende Abschnitt soll unter Aufführung einiger zentraler Literaturbeispiele einen groben Überblick über die bis heute behandelten wichtigsten Themengebiete rund um Private Equity liefern. Die Aussagen der hier aufgeführten Veröffentlichungen werden im Verlauf der Arbeit an den entsprechenden Stellen eingebracht. Zusammenfassend wird die Motivation für die in dieser Arbeit behandelte Fragestellung abgeleitet.

2.1 Wesentliche Forschungsgebiete im Private Equity

Dieser Abschnitt verschafft einen Überblick über die wesentlichen Forschungsgebiete im Private Equity, welche an dieser Stelle wie folgt strukturiert und kurz umschrieben werden:

1. Historische Entwicklung und Geschäftsmodell des Private Equity
2. Private Equity als Anlageform und dessen Performance
3. Private Equity als Finanzierungsform für Unternehmen

²⁷ Dementsprechend bieten einzelne Universitäten auf Private Equity ausgerichtete Ausbildungsprogramme an, wie z.B. ‚The Private Equity Program‘ an der Columbia Business School.

4. Institutionelle Fragestellungen und Governance im Private Equity
5. Wirkung von Private Equity Investitionen auf Unternehmen und Volkswirtschaft
6. Investitionsentscheidung bei Private Equity Transaktionen
7. Due Diligence und Unternehmensbewertung im Private Equity Kontext

2.1.1 Historische Entwicklung und Geschäftsmodell des Private Equity

Nachdem Private Equity seinen Ursprung in der Praxis hat (siehe Abschnitt 3.1.1), beschäftigten sich einhergehend mit dem Aufstieg der Branche einige Veröffentlichungen mit einer grundsätzlichen Beschreibung des Geschäftsmodells von Private Equity Gesellschaften, deren prinzipieller Arbeitsweise sowie deren Geschichte. Zentrale Arbeiten dazu sind Jensen (1989, überarbeitet 1997), der in dieser neuen Beteiligungsform im Zuge ihrer rasanten Entwicklung in den 80er Jahren (vgl. Abschnitt 3.3.3) eine mögliche Ablösung der damals teilweise ineffizient geführten großen Börsengesellschaften sah, bzw. Fenn et al. (1995), Fenn et al. (1997), Prowse (1998), Wright (1998) oder Gompers und Lerner (1999b) bzw. in der Neuauflage Gompers und Lerner (2006), die eine umfassende Gesamtübersicht über das Private Equity Geschäftsmodell und dessen historische Entstehung sowie über die Marktentwicklung bis zum jeweiligen Zeitpunkt der Veröffentlichung liefern. Gorman und Sahlman (1989) fokussieren sich wiederum auf das Geschäftsmodell von Venture Capital Gesellschaften. Weitere ganzheitliche Beschreibungen der Branche und ihrer Entwicklung finden sich beispielsweise auch in Gompers (1994) oder Gompers und Lerner (2001). Strömberg (2008) zeigt auf Basis eines jüngeren Datensatzes die globale Leverage Buyout Aktivität sowie damit verbunden eine Analyse von Halteperioden und Desinvestitionsverhalten (Exit) von Private Equity Gesellschaften. Mit dem Thema Leverage Buyout als solches beschäftigen sich z.B. Kaplan (1991), Cumming et al. (2007), Axelson et al. (2009), Kaplan und Strömberg (2009) oder Axelson et al. (2010). Eine detaillierte Analyse der Exit-Strategien behandelt beispielsweise Povaly (2007). Im Zusammenhang mit dem Geschäftsmodell von Private Equity Gesellschaften beschäftigen sich unter anderem Gompers und Lerner (1999a)

oder Metrick und Yasuda (2010) mit der Kompensationsstruktur von Private Equity Gesellschaften. Neben den wissenschaftlichen Aufsätzen sind zu Private Equity auch eine Reihe von einführenden Büchern verfügbar. Dies sind zum einen Sammelwerke zu ausgewählten Themen rund um Private Equity (z.B. Grünbichler et al. (2001), Berens et al. (2005a)) und zum anderen Werke mit nahem Praxisbezug (z.B. Hess (2007), Lerner et al. (2005) oder Jugel (2008)). Die Arbeit von Shah und Shah (2011) ist als ein Beispiel aufzuführen, welches sich mit der Venture Capital Praxis basierend auf Interviews mit Vertretern bekannter Venture Capital Unternehmen beschäftigt.

2.1.2 Private Equity als Anlageform und dessen Performance

Private Equity stellt vor allem für institutionelle und wohlhabende Einzelinvestoren eine interessante Anlageform dar (siehe Abschnitt 3.4.1). Damit verbundene Fragestellungen wurden in der Wissenschaft ebenfalls bereits behandelt. So beschreibt Schmidt (1985) beispielsweise Venture Capital aus Sicht der Finanzierungstheorie, Bader (1996) behandelt in seiner Arbeit Private Equity als Anlagekategorie, Blum (1997) nimmt die Thematik als Anlageform für wohlhabende Einzelpersonen auf. Dementsprechend wird Private Equity auch in einem Portfolio-Kontext behandelt, wie z.B. in Urweyler und Wilde (2001), Bilo (2002), Takahashi und Alexander (2002) oder Kaserer und Buchner (2006). Kaserer und Wagner (2006) verweisen zu Rendite- und Diversifikationspotentialen auf die empirischen Ergebnisse von Cochrane (2001), Chen et al. (2002), Ljungqvist und Richardson (2003), Rouvinez (2003) und Emery (2003).²⁸ Weitere Veröffentlichungen wie Christen (1991), Gompers und Metrick (2001), Burgel (2000), Kaserer et al. (2003) oder Fraser-Sampson (2010) behandeln Private Equity ebenfalls aus der Sicht der Investoren.

Die Attraktivität von Private Equity Investitionen ist eine der zentralen Fragestellungen der Private Equity Forschung, damit verbunden wird der Begriff ‚Performance‘. Eine theoretische Fundierung zur Messung der Performance von Private Equity Investitionen bieten z.B. Kaserer und Wagner (2006), Diller (2007) und Askar (2008).

²⁸ Vgl. Kaserer und Wagner (2006), S. 96 und die darin aufgeführte Literatur.

Für ein Benchmarking der Performance von Venture Capital Investitionen entwickelten Woodward und Hall (2003) einen eigenen Index. Die Modellierung von Cash Flows aus Private Equity Investitionen haben z.B. Takahashi und Alexander (2002) in einem deterministischen Zusammenhang²⁹ und Buchner (2008) anhand einer stochastischen Modellierung behandelt. Kaserer und Diller (2005) beschäftigen sich z.B. mit der Frage nach den Einflussgrößen hinter den Zahlungsströmen aus Private Equity Funds. Ein wesentlicher empirischer Beitrag zu Private Equity Performance wurde von Phalippou und Gottschalg (2009) verfasst, die auch einen umfassenden Literaturüberblick zum Thema bieten. Für einen Vergleich empirischer Performancestudien ist die Unterscheidung wichtig, ob die Rendite anhand der Einzelinvestitionen (vor Abzug der Zahlungen an die Private Equity Gesellschaft) oder anhand der Zahlungsströme zwischen Investor und Private Equity Gesellschaft (nach Abzug der Zahlungen an die Private Equity Gesellschaft) gemessen wird.³⁰ Insgesamt kommen die verschiedenen empirischen Veröffentlichungen nicht zu einem einheitlichen Ergebnis. Nach Gadiesh und MacArthur (2002) scheinen Private Equity Funds im Durchschnitt nicht wesentlich besser abzuschneiden als die Kapitalmärkte, jedoch gibt es eine starke Trennung von Spreu und Weizen: Während Private Equity Gesellschaften im letzten Quartil ausnahmslos Verluste generieren, gelingt es den Marktteilnehmern im ersten Quartil, wiederholt deutlich überdurchschnittliche Erträge mit Renditen von ca. 36 Prozent zu erwirtschaften.³¹ Die Rendite von Private Equity Investitionen auf Ebene der Einzelbeteiligungen wird z.B. von Woodward und Hall (2003), Cochrane (2005), Hwang et al. (2005) und Cumming und Walz (2010) untersucht, jedoch mit unterschiedlichen Ergebnissen. Cochrane (2005) findet beispielsweise heraus, dass die Rendite auf Transaktionsebene bei Beteiligungen an jungen Unternehmen eine höhere Volatilität aufweist als bei reiferen Unternehmen. Cao und Lerner (2009) behandeln auf Deal-Ebene die Performance von Reverse Leverage Buyouts. Phalippou und Gottschalg (2009) führen einschränkend auf, dass bei der Performance-Messung auf Deal-Ebene erfolgreiche Transaktionen im Vergleich zu weniger erfolgreichen verstärkt sichtbar sind und deshalb eine Betrachtung auf Fondsebene zu weniger verzerrten Ergebnissen führt. Wesentliche Beiträge zur Performance, gemessen anhand der Zahlungsströme auf Fondsebene, sind z.B.

²⁹ Teilsatz vgl. Kaserer und Buchner (2006), S. 29.

³⁰ Dieser und die nächsten zwei Sätze vgl. Phalippou und Gottschalg (2009), S. 1766 f.

³¹ Vgl. Gadiesh und MacArthur (2008), S. 8 f. Die Autoren berufen sich dabei auf eine Betrachtung von Private Equity Unternehmen in den USA von 1969 bis 2006.

Ljungqvist und Richardson (2003), die eine höhere Performance im Vergleich zum öffentlichen Kapitalmarkt (S&P 500) identifizieren. Kaplan und Schoar (2005) stellen nach Gebühren an die Private Equity Gesellschaft für derartige Investitionen eine ähnliche Rendite zum S&P 500 fest, allerdings mit bedeutenden Unterschieden zwischen den einzelnen Fonds, was im Einklang mit der von Gadiesch und MacArthur (2008) erwähnten Segmentierung der Private Equity Gesellschaften in Quartile steht. Phalippou und Gottschalg (2009) dagegen finden mit Hilfe eines deutlich größeren Datensatzes eine nach Fondsgebühren schwächere Performance von Private Equity Investitionen im Vergleich zum S&P 500 heraus. Die Gebührenstruktur der Private Equity Gesellschaft hat laut den Autoren einen großen Einfluss auf die tatsächliche Rendite für die Investoren. Dementsprechend führte bereits Phalippou (2007) niedrige Renditen für die Investoren teilweise auf zu hohe Gebühren an die Private Equity Gesellschaft zurück. Auch Kaplan und Strömberg (2009) vermuten, dass nur wenige Private Equity Gesellschaften gerade wegen der Gebührenstruktur das Investorenkapital entsprechend zurückzahlen. Dennoch sind die Aussagen zu einer niedrigen Performance von Private Equity aufgrund der unvollständig aktualisierten Datengrundlage mit Vorsicht zu bewerten, wie z.B. Stucke (2011) aufführt, der daraus eine einseitige Verzerrung der Performance-Ergebnisse von bis zu zehn Prozent nach unten feststellt. Franzoni et al. (2012) untersuchen die Performance im Zusammenhang mit Liquiditätsrisiken und kommen zu dem Schluss, dass unter Einbezug des Liquiditätsrisikos im Private Equity keine wesentlichen Überrenditen vorzufinden sind. Im Zusammenhang mit den gemischten Performanceergebnissen folgert z.B. auch Phalippou (2007) mit Bezug auf Swensen (2000), dass nur eine Investition in das beste Quartil der Private Equity Fonds vorteilhaft sei. Eine jüngere Veröffentlichung von Harris et al. (2014) verleiht der Performance-Diskussion aufgrund ihres Datenumfangs von ca. 1.400 Buyout und Venture Capital Fonds in den USA mehr Klarheit. Die Autoren stellen für Buyout Fonds mit einer durchschnittlichen jährlichen Rendite von drei Prozent eine beständig bessere Performance im Vergleich zum Kapitalmarkt (S&P 500) fest. Daneben weisen sie für Venture Capital Fonds nur in den 1990er Jahren eine bessere Rendite zum Kapitalmarkt nach, was sich ab der Jahrtausendwende umgedreht hat.

Im Performance-Kontext existiert auch eine Reihe von Veröffentlichungen, in welchen eine Antwort auf die Frage nach den Treibern bzw. Faktoren hinter der Perfor-

mance und Aktivität von Private Equity Investitionen zu beantworten versucht wird. Dabei liegt der Schwerpunkt besonders in der jüngeren Literatur auf der Untersuchung von Buyouts.³² Die identifizierten exogenen Treiber sind im wesentlichen Markt-Timing (z.B. Knigge et al. (2006)), Verfügbarkeit von guten Investitionsoptionen (z.B. Ljungqvist et al. (2008)) und Kapitalversorgung für Fonds (z.B. Gompers und Lerner (2000), Ljungqvist et al. (2008))³³, die Konditionen auf dem Kreditmarkt (z.B. Axelson et al. (2010)), Markterwartungen (z.B. Diller und Kaserer (2009)) sowie steuerliche Themen (z.B. Kaplan (1989a)). Als endogene Treiber werden beispielsweise der persönliche Erfahrungshintergrund der Private Equity Professionals (z.B. Kaplan und Schoar (2005), Diller und Kaserer (2009)), die Arbeitsweise von PE-Gesellschaften mit Blick auf die Qualität der Managementunterstützung und finanzielle Anreize (Cumming und Walz (2010)) identifiziert.

2.1.3 Private Equity als Finanzierungsform für Unternehmen

Private Equity ist nicht nur eine Anlageform für Investoren, sondern zugleich auch eine Finanzierungsform für kapitalsuchende Unternehmen – dies ist eine der zentralen definitorischen Funktionen dieses Geschäfts (siehe Abschnitt 3.1.1). Gerade im deutschsprachigen Raum wurde die Eignung von Private Equity als Finanzierung für den Mittelstand bzw. für Familienunternehmen und für junge Unternehmen untersucht (z.B. Leopold und Frommann (1998), Leopold et al. (2003), Dill (2008), Achleitner et al. (2008), Achleitner et al. (2009b)). Weitere Studien, die sich mit der Finanzierungsfunktion des Private Equity befassen sind z.B. Baier (1996), Chemmanur und Chen (2003) oder Lerner et al. (2012).

³² Buyouts haben insgesamt eine hohe wissenschaftliche Aufmerksamkeit erhalten, vor allem wegen der Diskussion um den Fremdkapitaleinsatz und deren Wirkung auf die Unternehmen (dies wird in Abschnitt 3.4.3 ausführlicher beschrieben, es sei an dieser Stelle auf die dort aufgeführte Literatur verwiesen).

³³ Diese Studien zeigen auf, dass bei steigender Kapitalverfügbarkeit die Rendite der Investitionen sinkt (siehe dazu Abschnitt 3.3.3).

2.1.4 Institutionelle Fragestellungen und Governance im Private Equity

Wegen der privaten Natur der Anlageform bringt Private Equity eine Reihe von institutionellen Problemstellungen mit sich. Diese betreffen zum einen die Beziehung von Kapitalgebern und der Private Equity Gesellschaft, nachdem diese ohne wesentliche Eingriffsmöglichkeiten der Investoren über die Verwendung des eingezahlten Kapitals entscheidet (siehe dazu vertiefend Abschnitt 3.4.1). Zu institutionellen Fragestellungen rund um Venture Capital ist Gompers und Lerner (1999b) bzw. Gompers und Lerner (2006) zu erwähnen. Diverse Themen um die Beziehung zwischen Investoren und Private Equity Gesellschaft werden u.a. von Sahlman (1990), Gompers und Lerner (1996), Lerner und Schoar (2002) oder Cumming und Walz (2010) behandelt. Zum anderen ist der Private Equity Fonds als Käufer bei jeder Transaktion den Informationsrisiken gegenüber Verkäufer und Management ausgesetzt, was in Abschnitt 4.1 näher beleuchtet wird. Diese grundsätzlichen Informationsrisiken sind schon seit langem Gegenstand der wirtschaftswissenschaftlichen Forschung, es existiert dazu bereits eine sehr große Bandbreite an Literatur. So wird die Thematik z.B. von Berle und Means (1932), Akerlof (1970), Ross (1973), Jensen und Meckling (1976), Arrow (1986), Spremann (1987), Milde (1988), Wenger und Terberger (1988), Bamberg und Spremann (1989), Eisenhardt (1989), Kiener (1990), Laux (1990), Spremann (1990), Hax (1991), Pratt und Zeckhauser (1991), Karmann (1992), Scholtis (1998), Arthurs und Busenitz (2003), oder Leslie und Oyer (2008) aufgenommen. Eine sehr ausführliche Beleuchtung von Informationsasymmetrien im Kontext des Unternehmenskaufs sowie der dazugehörigen Literatur findet sich beispielsweise in Strasser (2000). Die explizite Behandlung der Beziehung zwischen Private Equity Gesellschaft und dem Unternehmensmanagement findet sich u.a. in Sahlman (1990), Wohlschieß (1996) oder Kaplan und Strömberg (2004). Die Überwindung von Informationsasymmetrien durch das aktive Engagement der Private Equity Investoren wird in verschiedenen Studien wie z.B. Gompers (1995), Lerner (1995), Amit et al. (1998) behandelt und in diversen anderen Studien regelmäßig erwähnt. Andres et al. (2007) finden an einer empirischen Untersuchung von 115 europäischen ‚Public-to-Private-LBOs‘ heraus, dass die Aktionäre alleine durch die LBO-Ankündigung im Schnitt 24 Prozent gewinnen, und begründen dies u.a. mit

dem Bestehen von Agency-Problemen bei schwacher Überwachung des Managements durch die Aktionäre und Marktineffizienzen. Renneboog et al. (2007) beziffern die Kursgewinne der Aktionäre durch die Ankündigung einer ‚Public-to-Private‘-Transaktion auf durchschnittlich sogar 30 Prozent, und erwähnen neben anderen Treibern für die antizipierte Wertsteigerung die Neugestaltung der Anreizstrukturen und Kontrollmechanismen im Rahmen einer Private Equity Transaktion. Van Osnabrugge (2000) vergleicht den Investitionsentscheidungsprozess von Venture Capital Gesellschaften mit jenem von Business Angels aus einer Agency-Perspektive. Neben den Informationsasymmetrien bei Private Equity Investitionen kommt Private Equity Gesellschaften eine zentrale Bedeutung als Intermediär zu (siehe dazu Abschnitte 3.1.1, 3.3 und 3.4). Diese Thematik wird u.a. in Diamond (1984), Pratt (1998) oder Misirli (1988) behandelt.

2.1.5 Wirkung von Private Equity Investitionen auf Unternehmen und Volkswirtschaft

Im Kern der –auch öffentlich geführten– Diskussion um Private Equity stehen dessen Wirkung auf Unternehmen und damit verbunden dessen volkswirtschaftliche Bedeutung. Die Steigerung des Beteiligungswerts gilt als zentrales Element der Geschäftstätigkeit von Private Equity Gesellschaften (siehe Abschnitt 3.4.4). So haben beispielsweise Lichtenberg und Siegel (1990) oder Smith (1990) positive Produktivitätseffekte von Buyouts auf Portfoliounternehmen bestätigt und auch diverse jüngere Studien kommen zu ähnlichen Ergebnissen (z.B. Kaplan und Strömberg (2009), Achleitner et al. (2010) oder Chemmanur et al. (2011)). Anders als diese Studien finden z.B. Leslie und Oyer (2008) wiederum keine wesentlichen Anzeichen dafür, dass Ertragskraft und Effizienz von Private Equity Portfoliounternehmen besser als bei börsennotierten Unternehmen liegen. Berg und Gottschalg (2005) haben einen konzeptionellen Rahmen zur Kategorisierung der Wertsteigerungshebel erarbeitet. Die Treiber hinter der Wertsteigerung sind u.a. in Kaplan (1989a), Kaplan (1989b), Achleitner et al. (2010) und Guo et al. (2011) erwähnt, in diesem Kontext steht die Auswirkung von Private Equity Beteiligungen auf die Beschäftigtenzahl in den betreffenden Unternehmen mitunter im Kern der Diskussion. So kommen Achleitner und

Klößner (2005) in einer empirischen Untersuchung zum Schluss, dass sowohl Venture Capital Beteiligungen als auch Unternehmen nach einem Buyout im Schnitt ein signifikant höheres Mitarbeiterwachstum aufweisen als andere Unternehmen in Europa. Für die USA kommen Shapiro und Pham (2008) zu dem Ergebnis, dass ausgenommen von Unternehmen mit niedriger Arbeitsproduktivität oder übermäßig hoher Personalausstattung Private Equity Beteiligungen nicht mit einem Arbeitsplatzabbau sondern vielmehr mit einem Anstieg der Mitarbeiterzahlen einhergehen. Dass Wertsteigerungen im Zuge von Private Equity Beteiligungen nicht in signifikantem Ausmaß auf Mitarbeiterentlassungen zurückzuführen sind, führen auch Acharya et al. (2009) mit Verweis auf frühere Studien von Kaplan (1989b), Smith (1990), Lichtenberg und Siegel (1990)³⁴, Palepu (1990) und Kaplan und Strömberg (2009) auf. Amess und Wright (2007) kommen in einer Untersuchung für Großbritannien allerdings zu dem Schluss, dass bei Unternehmen durch einen LBO das Lohnniveau in geringerem Umfang ansteigt als bei anderen Unternehmen. Auch Davis et al. (2011) stellen eine mehrheitlich positive Auswirkung auf die Beschäftigtenzahl fest. Smith (1990) führt im Zusammenhang mit Management Buyouts ähnlich auf, dass die Profitabilitätssteigerungen in der Regel nicht die Folge von Entlassungen oder Kürzungen der Ausgaben für Werbung, Instandhaltung, Forschung oder Investitionen sind. Der Einfluss von Private Equity Beteiligungen auf die Mitarbeiter ist auch Gegenstand der Veröffentlichungsarbeit politischer Stiftungen geworden (z.B. Blome-Drees und Rang (2006), Rügemer (2005)), die jedoch eine grundsätzlich kritische Haltung gegenüber der Branche einnehmen.

Im Zusammenhang mit der Wirkung auf Unternehmen zeigen bestimmte Studien auf, dass Finanzinvestoren zu einer Professionalisierung des Unternehmensmanagements und damit zu einem höheren Unternehmenserfolg beitragen (z.B. Hellmann und Puri (2002), Reineke (2009) oder Ellis (2010)). Für Deutschland untersucht z.B. Kitzmann (2005) die Leistung von Management Buyouts und stellt eine positive Wirkung auf die Weiterführung der Unternehmen fest. Damit einhergehend hat sich die Literatur auch recht intensiv mit der volkswirtschaftlichen Bedeutung von Private Equity auseinandergesetzt, so z.B. Frommann und Dahmann (2005), Amess und

³⁴ Laut Lichtenberg und Siegel (1990) betrifft diese Beobachtung nur produzierend tätige Mitarbeiter („Blue Collar“), anders sieht dies für Mitarbeiter in der Administration („White Collar“) aus: Deren Arbeitsplätze sind –v.a. beim Austausch oder bei einer Straffung des Managements– deutlich gefährdeter.

Wright (2007), Kaserer et al. (2007), Schäfer und Fischer (2008), Achleitner et al. (2009a), Popov und Roosenboom (2009), Shapiro (2009), Strömberg (2009), Ernst (2010), Gurung und Lerner (2009). Shapiro (2009) stellt im Kontext der Entstehung der Finanzkrise im Jahr 2008 keine relevante Rolle der Private Equity Branche fest und schreibt ihr sogar die Möglichkeit eines positiven Beitrags zur wirtschaftlichen Erholung zu.

2.1.6 Investitionsentscheidung bei Private Equity Transaktionen

Rund um die Investitionsentscheidung sind die wesentlichen Themengebiete von Selektion und Evaluation der Beteiligung geprägt (siehe auch Abschnitt 3.4.2). Selektions- und Investitionsprozess sowie Investitionsentscheidungskriterien im Private Equity haben eine recht hohe wissenschaftliche Aufmerksamkeit erhalten und werden z.B. in Tyebjee und Bruno (1984), Siskos und Zopounidis (1987), Fenn et al. (1995), Fenn et al. (1997), Zacharakis und Meyer (1998), Zacharakis und Meyer (2000), Shepherd und Zacharakis (2002), Shepherd et al. (2003), Zacharakis und Shepherd (2007) bzw. Shepherd und Zacharakis (1999)³⁵ behandelt (eine nähere Ausführung dazu findet sich in Abschnitt 4.2.2). Weitere empirische Literatur zu den angewandten Investitionskriterien, vor allem im Bereich des Venture Capital, liefern z.B. Fendel (1987), MacMillan et al. (1987), Hall und Hofer (1993), Feeney et al. (1999), Shepherd und Zacharakis (2002), Kumar und Kaura (2003), Suksriwong (2004), Mason und Stark (2004), Meinecke und Meinecke (2005) oder Hashim et al. (2006). Bei der Untersuchung des Prozesses zur Investitionsentscheidung selbst stellen Zacharakis und Meyer (2000) ein Verbesserungspotential der Investitionsentscheidung von Venture Capital Praktikern durch eine quantitative Unterstützung des Investitionsentscheidungsprozesses fest (siehe dazu Abschnitt 4.2.2). Shepherd et al. (2003) beschäftigen sich mit der Frage, inwiefern Erfahrung zu besseren Investitionsentscheidungen von Venture Capital Gesellschaften beiträgt und kommen zum Ergebnis, dass sich die Investitionsentscheidungsqualität (gemessen an der Prognosegenauigkeit) mit zunehmender Erfahrung nur bis zu einem gewissen Punkt ver-

³⁵ Hier wird auch eine Übersicht über die Literatur und die wesentlichen Erkenntnisse über das Entscheidungsverhalten von Venture Capital Entscheidern aufgeführt.

bessert und danach sogar wieder abnimmt (nähere Ausführungen dazu finden sich in Abschnitt 4.2.2). Im Kontext der Investitionskriterien sei auch die Arbeit von Franke et al. (2004) erwähnt, in welcher die Bewertung von Gründerteams durch Venture Capital Investoren behandelt wird. Franke et al. (2006) beschäftigen sich in diesem Gebiet weiterführend auch mit Verzerrungen bei der Bewertung von Gründerteams, die durch persönliche Ähnlichkeiten/ Affinitäten getrieben sind. Eine zusammenfassende Übersicht über die Investitionsentscheidungskriterien im Venture Capital findet sich z.B. in Zacharakis und Meyer (2000).³⁶

2.1.7 Due Diligence und Unternehmensbewertung im Private Equity Kontext

2.1.7.1 Due Diligence

Die Due Diligence hat als Kernelement der Investitionsentscheidung von Private Equity Gesellschaften eine bedeutende Funktion (siehe Abschnitt 3.4.2.2). Hierzu existiert eine sehr umfassende allgemeine Literatur (ausführliche Werke sind z.B. Lawrence (1994), Crilly (1997), Scott (2001), das Sammelwerk von Berens et al. (2011a) oder Howson (2012) für Commercial Due Diligence). Vereinzelt befassen sich konkret mit Due Diligence aus der Sicht von Finanzinvestoren (z.B. Berens et al. (2005b) oder Kinzius (2011)). Eine Verbindung von Unternehmensbewertung mit Due Diligence hat z.B. Strauch (2004) erarbeitet. Was die Durchführung der Due Diligence betrifft, beschränkt sich die Literatur weitestgehend auf eine Auflistung der zu untersuchenden Punkte.³⁷ Empirische Untersuchungen darüber, wie Due Diligence Prüfungen konkret gemacht werden, haben bisher nur in einem recht begrenzten Umfang stattgefunden. Die Verbreitung von Due Diligence in der deutschen Transaktionspraxis wurde von Marten und Köhler (1999) untersucht, allerdings nicht mit speziellem Bezug auf Finanzinvestoren. Einen umfassenderen empi-

³⁶ Vgl. Zacharakis und Meyer (2000), S. 327.

³⁷ Dieser und nächster Satz vgl. Berens und Strauch (2002), S. 13,

rischen Beitrag zur Due Diligence Praxis im M&A liefern Berens und Strauch (2002), die basierend auf einer Stichprobe von 442 befragten deutschen Unternehmen einen Überblick zu Akquisitionstätigkeit, erworbenen Unternehmen, Transaktion und Transaktionsprozess, Zusammensetzung von Due Diligence Teams, verwendete Informationsquellen und Instrumente, Relevanz der Due Diligence und Dokumentation bzw. Berichterstattung erstellt hat. Gerade zum Thema ‚sonstige Instrumente/Tools‘ bleibt jedoch auch hier die Frage nach der konkreten konzeptionellen (quantitativen und qualitativen [Anm. d. Verf.]) Vorgehensweise offen, wie die Autoren schreiben: *„Ein Drittel der antwortenden Unternehmen gab die Verwendung von Planungs- und Bewertungsprogrammen an, allerdings wurden keine näher spezifizierten betriebswirtschaftlichen Instrumente genannt, die den Prozeß der Informationsaufbereitung und –analyse unterstützen. Das Ergebnis korrespondiert mit den Ergebnissen der betriebswirtschaftlichen Literatur zur Due Diligence. Diese fokussieren die Informationsbeschaffung, indem kasuistisch Sachverhalte aufgelistet und problematisiert werden, die im Rahmen der Due Diligence Relevanz besitzen (können). Eine konzeptionell geschlossene und strukturierte Vorgehensweise hat sich indessen bislang nicht durchgesetzt.“*³⁸ Diese Aussage lässt den Schluss zu, dass die letztliche Art und Weise der Due Diligence Prüfung vor allem mit Hinblick auf Analysen und Untersuchungsschritte in der Praxis über die Auflistung zu untersuchender Themengebiete hinaus nicht standardisiert ist.³⁹ Vor dem Hintergrund des prinzipiell in großem Umfang zur Verfügung stehenden und für die Due Diligence geeigneten betriebswirtschaftlichen Handwerkszeugs⁴⁰ erscheint dieser Umstand zum Teil verwunderlich. Berens und Strauch (2002) führen erklärend dazu auf, dass gerade diese Instrumente v.a. wegen unvollkommener Informationen stets transaktionsspezifisch anzupassen sind.⁴¹ Dies gibt letztlich einen großen Raum für die starke Marktstellung von entsprechend spezialisierten Unternehmen, sofern sie sich das notwendige Fachwissen und eine entsprechende Reputation erarbeitet haben.

³⁸ Berens und Strauch (2002), S. 87.

³⁹ Vgl. Berens und Strauch (2002), S. 104.

⁴⁰ Teilsatz vgl. Berens und Strauch (2002), S. 104.

⁴¹ Vgl. Berens und Strauch (2002), S. 104.

2.1.7.2 Unternehmensbewertung und quantitative Methoden

Zum Thema Unternehmensbewertung existiert ebenfalls eine lange Reihe an Literatur, im Kreis gängiger Standardwerke seien z.B. Moxter (1983), Mandl und Rabel (1997), Betsch et al. (2000), Koller et al. (2005), Krolle et al. (2005), Ballwieser (2007), Drukarczyk und Schüler (2007), Pratt und Niculita (2008), Matschke und Brösel (2013) oder Petersen et al. (2013) aufgeführt, darüber hinausgehend sei an dieser Stelle auf die dort aufgelistete Literatur verwiesen. Abschnitt 3.4.2.3 liefert einen kurzen Überblick zu gängigen Methoden der Unternehmensbewertung und deren Einsatz durch Private Equity Gesellschaften.

Der Einsatz von Bewertungsmethoden im Kontext der Tätigkeit von Finanzinvestoren lässt sich in vereinzelt veröffentlichten Veröffentlichungen vorfinden (z.B. Hayn (1998) (ausführlich), Schäfer und Schässburger (2001), Achleitner (2002), Achleitner und Nathusius (2003), Brebeck et al. (2005) oder Schwetzler (2005) für Venture Capital/ Early Stage Bewertungen oder Hess (2007)). Kaplan und Stein (1993), Gompers und Lerner (2000) und Bargeron et al. (2008) beschäftigen sich mit den Treibern hinter den Kaufpreisen von Private Equity Investitionen. Eine empirische Untersuchung über die deutsche Unternehmensbewertungspraxis bietet Henselmann und Barth (2009), jedoch liegt hier kein Bezug zur Bewertungspraxis von Finanzinvestoren vor. Graham und Harvey (2001) haben eine umfassende empirische Untersuchung des Einsatzes von Corporate Finance Methoden durch CFOs mit Hinblick auf Kapitalstruktur der Unternehmen durchgeführt, allerdings lässt auch diese Studie keine Rückschlüsse auf den praktischen Einsatz von Bewertungsverfahren im Private Equity zu. Baginski und Hassell (1997) behandeln wiederum die Frage, welche Treiber hinter der Prognosegüte von Managementvorhersagen stehen, allerdings ohne Bezug zu Private Equity. Weitere verwandte Themen rund um die Investitionsentscheidung und Unternehmensbewertung behandeln z.B. Zacharakis und Shepherd (1999), Zacharakis und Shepherd (2001) (Vertrauens-Hypertrophie bei Investitionsentscheidungen) oder Dittrich et al. (2005). Ettenson et al. (1987) untersuchen den Einfluss der Informationsausstattung mit Hinblick auf die Qualität von Experteneinschätzungen. Andere verwandte prognosenahe Themen werden von Balcaen und Ooghe (2004) (Vergleich von statistischen und alternativen Prognosemethoden für

Unternehmensinsolvenzen) bearbeitet. Neben den Wirtschaftswissenschaften haben sich einige Forscher auch an der Schnittstelle zur Psychologie mit Entscheidungsverhalten bzw. Einschätzungen im Vergleich zu analytischen Entscheidungsgrundlagen beschäftigt, so z.B. Slovic (1972), Goldstein und Hogarth (1997) mit einem Sammelwerk oder Hilton (2001).

Methodische Verknüpfungen mit Due Diligence bzw. Unternehmensbewertung behandeln z.B. Klein (2010b) bzw. Klein (2011) für den Einsatz von Monte-Carlo-Simulation im Due Diligence Prozess oder Klein und Jonas (2011), die Unternehmensbewertungsmethoden im Due Diligence-Kontext beleuchten. Bezüglich Unternehmensbewertung liefert z.B. Klein (2010a) eine Arbeit zur Verwendung von Softwaretools für die stochastische Unternehmensbewertung. Nachdem im Zusammenhang mit Unternehmensbewertung gerade die zukünftig zu erwartenden Zahlungsströme des Zielunternehmens eine zentrale Rolle spielen, seien als Grundlegende Veröffentlichungen zum Prognoseproblem z.B. Bretzke (1975a), Bretzke (1975b), Brockhoff (1977) oder Brockhoff (1979) erwähnt. Jüngere Veröffentlichungen sind z.B. Chen (2007), in welcher Cash Flow Prognosen behandelt werden bzw. Weiler (2005), der eine methodische Verbesserung der Prognosegüte bei Unternehmensbewertung mit Hilfe von Konvergenzprozessen in der Restwertperiode erarbeitet hat. Diese Studien haben allerdings keinen direkten Bezug zur täglichen Arbeit von Finanzinvestoren.

2.2 Motivation für die in dieser Arbeit behandelte Fragestellungen

Wie die obigen Ausführungen zeigen, wurden im Rahmen der Erfolgsfaktoren von Private Equity Investitionen bisher vor allem exogene und einige ausgewählte endogene Faktoren behandelt. Hier sind die Funktion des Private Equity Geschäftsmodells und die prinzipielle Arbeitsweise der Private Equity Gesellschaften an verschiedensten Stellen beleuchtet worden. Bezüglich der Arbeitsweise hat die Wissenschaft damit eine Reihe von Antworten zu Investitionsverhalten, Kapitalbeschaffung, Governance, Prozess und Kriterien bei der Investitionsentscheidung, Einsatz von Unternehmensbewertungsverfahren, Wertsteigerung während der Halteperiode und

die Desinvestition am Ende der selbigen geliefert. Im Zusammenhang mit der Investitionsentscheidung bei Private Equity Investitionen ist die Frage nach Einsatz und Rolle quantitativer und qualitativer Methoden noch nicht umfassend beantwortet, insbesondere was die Gewichtung quantitativer Methoden und ihr Zusammenspiel mit weichen Faktoren im Investitionsentscheidungsprozess betrifft und ob hierbei ein Zusammenhang zum Erfolg der Private Equity Gesellschaften (relative Fund Performance) besteht. Ohne Zweifel bedarf es für den Kauf eines Unternehmens einer soliden quantitativen Grundlage, doch stellt sie bei weitem nicht die einzige Entscheidungskomponente dar, wie folgendes Zitat belegt:

„Der Preis eines Unternehmens ist der Preis, den jemand dafür zu zahlen bereit ist. Damit verhält es sich nicht viel anders als mit der Kunst, wobei bei der Unternehmensbewertung mehr rationale und messbare Faktoren herangezogen werden können und einigermaßen plausible Argumente für den Preis gefunden werden können.“⁴²

Vor diesem Hintergrund sind für diese Arbeit die im folgenden aufgeführten Fragestellungen von besonderem Interesse, sie konkretisieren die in der Einleitung definierten Kernfragen. Die dazugehörigen Hypothesen sind im empirischen Teil dieser Arbeit formuliert (Abschnitt 5.1).

Untersuchte Fragestellungen zur Qualität von Due Diligence im Private Equity

- I. **Fragestellung I:** Wie gut ist die Due Diligence als wesentliches Element der Investitionsentscheidung mit Hinblick auf Risikotransparenz und Prognosetauglichkeit zu bewerten
- II. **Fragestellung II:** Welcher Stellenwert wird der von der Verkäuferseite angebotenen Entscheidungsgrundlage (insbesondere Vendor Due Diligence) in der Praxis beigemessen, um ein verlässliches Bild über das Zielunternehmen zu erhalten, und wie wichtig ist es daher für die Käuferseite, selbst eine Due Diligence durchzuführen

⁴² Friedli (2001), S. 97.

Fragestellungen zu Einsatz und Rolle quantitativer Methoden bei Private Equity Transaktionen

- III. **Fragestellung III:** Welche Rolle/ Funktion haben quantitative Methoden im Zuge der Investitionsentscheidung (z.B. zentrale Entscheidungsgrundlage, Informationsverarbeitung, etc.)
- IV. **Fragestellung IV:** Welche quantitativen und qualitativen Methoden (Modellierungen, Unternehmensbewertungsverfahren, statistische Methoden, etc.) werden im Zuge der Entscheidung über eine Private Equity Transaktion eingesetzt
- V. **Fragestellung V:** Worin begründet sich ein unter Umständen begrenzter Einsatz mathematisch/ statistischer Methoden und wird ein verstärkter Einsatz quantitativer Methoden befürwortet
- VI. **Fragestellung VI:** Worin werden die wesentlichen Erfolgsfaktoren für die Arbeit im Private Equity gesehen
- VII. **Fragestellung VII:** Welche Gewichtung haben quantitative und ‚weiche‘ Faktoren (z.B. Erfahrung, Expertenwissen, etc.) bei der Entscheidung über den Erwerb einer Beteiligung

Untersuchung von Variablenzusammenhängen

- VIII. **Fragestellung VIII:** Wodurch werden die Gewichtungen von quantitativen und ‚weichen‘ Faktoren bei der Investitionsentscheidung beeinflusst bzw. verursacht⁴³
- IX. **Fragestellung IX:** Gibt es einen Zusammenhang zwischen quantitativer Arbeit, deren Bedeutung und dem wirtschaftlichen Erfolg einer Private Equity Gesellschaft (relative Fund Performance)

Die empirische Behandlung dieser neun Fragestellungen basiert auf einer weltweiten Befragung von erfahrenen Branchenteilnehmern in verschiedenen Private Equity

⁴³ Die Untersuchung stellt hierbei auf die Gewichtung quantitativer Faktoren ab, da die Gewichtung der ‚weichen‘ Faktoren lediglich die Umkehrung darstellt und die Ergebnisse gespiegelt betrachtet werden können.

Gesellschaften, Investmentbanken und Unternehmensberatungen, welche in der hier vorgestellten Form noch nicht existiert und die für die Behandlung von Fragestellung IX mit einer käuflich zugänglichen Performance-Datenbank verbunden wird. Damit soll zum einen ein besseres Verständnis über die quantitative und qualitative Grundlage von Private Equity Transaktionen sowie deren Einordnung in die Investitionsentscheidung –insbesondere im Kontext von persönlicher Erfahrung und Expertenwissen- hergestellt werden. Zum anderen soll diese Arbeit als Ausgangslage für eine weitergehende detaillierte Betrachtung dieses Themengebiets dienen.

3 Private Equity – eine Einführung

Dieses Kapitel dient der Heranführung an den Begriff ‚Private Equity‘ und an das Geschäftsmodell der in dieser Branche tätigen Gesellschaften. Damit soll ein Grundverständnis für die Arbeitsweise dieser Unternehmen hergestellt werden. Dies erfolgt ausgehend von einer begrifflichen Definition des Private Equity verbunden mit einer Einordnung dessen Aktivitäten sowie der geschichtlichen Herkunft und Entwicklung der Branche. Darauf aufbauend wird das Geschäftsmodell von Private Equity Gesellschaften aufgezeigt: Von der Kapitalbeschaffung über Auswahl und Kauf von Unternehmen sowie den Aktivitäten während der Halteperiode bis hin zu den verschiedenen Exit-Optionen am Ende der Halteperiode. Das Kapitel schließt mit einer Abgrenzung der Private Equity Fonds von Hedge Fonds.

3.1 Begriff und Arten des Private Equity

Private Equity ist als bloßer Begriff zwar weit verbreitet und bekannt, dessen inhaltliche Definition und exakte Bedeutung wird dennoch im Alltagsgebrauch oftmals nicht verstanden oder zumindest missverstanden.⁴⁴ Selbst die Recherche nach Private Equity und dessen Unterformen in verschiedenen neueren Wirtschaftslexika erlaubt dem interessierten Leser nicht, zu einer ganzheitlichen und vor allem einheitlichen Definition bzw. Begriffserklärung zu gelangen.⁴⁵ Hinzu kommt der Umstand, dass Private Equity und dessen Unterformen nicht das Ergebnis einer rein theoretischen Überlegung sind.⁴⁶ Vielmehr spielten die entsprechenden geschäftlichen Aktivitäten in der Praxis eine Vorreiterrolle, wodurch die Theorie mit der Definition den tatsächlichen Aktivitäten über die Zeit folgen musste. Dies macht Bader (1996) an der Evolu-

⁴⁴ Vgl. Bader (1996), S. 1; vgl. Fraser-Sampson (2010), S. 1.

⁴⁵ Vgl. Bühner (2001), S. 604, S. 840-842; vgl. Kyrer (2001), S. 65, S. 441; vgl. Perseus Publishing (2003), S. 330 f.; vgl. May (2006), S. 442, S. 603; vgl. Woll (2008), S. 79, S. 782, in einzelnen Fällen ist der Begriff ‚Private Equity‘ als solcher nicht vorzufinden (z.B. Woll (2008) und Perseus Publishing (2003)) – hier muss man sich mit verwandten Begriffen wie z.B. ‚Beteiligungskapital‘, ‚Eigenkapitalbeteiligung‘ oder Unterformen wie z.B. ‚Venture Capital‘ behelfen. Vor allem der Begriff des ‚Venture Capital‘ wird in manchen Lexika ausführlicher behandelt als Private Equity (z.B. in Bühner (2001), S. 840-842).

⁴⁶ Dieser und der nächste Satz vgl. Bader (1996), S. 4 f.; vgl. Blum (1997), S. 31.

tion der Definitionen im Zeitablauf deutlich.⁴⁷ Auch Eilers et al. (2009) weisen darauf hin, dass der Begriff ‚Private Equity‘ über die letzten Jahrzehnte einige Veränderungen erlebt hat und eine trennscharfe Abgrenzung zu anderen Investitionsformen wie Hedge Funds nicht immer einfach möglich ist.⁴⁸ Um ein begriffliches Verständnis über Private Equity zu bekommen, sind zwei Dimensionen zu betrachten: Die definitorische Zusammensetzung des Begriffs sowie die Arten bzw. Ausprägungen von Private Equity. Die folgenden zwei Unterabschnitte sind entsprechend aufgeteilt.

3.1.1 Definitorische Zusammensetzung des Begriffs ‚Private Equity‘

Private Equity stellt eine besondere Finanzierungsform für grundsätzlich nicht an Börsen notierte Unternehmen dar⁴⁹, welche aus der auf eine Halteperiode zeitlich begrenzten Beteiligung von Investoren mittels Eigenkapital (‚Equity‘) oder eigenkapitalähnlicher Beteiligung/ ‚Mezzanine Kapital‘⁵⁰ besteht, und aus welcher sich die Investoren durch die Wiederveräußerung einen entsprechenden Gewinn erhoffen.⁵¹ Anders als bei einer ‚klassischen‘ Finanzierung über einen Kredit erwirbt der Investor Anteile am Unternehmen⁵², der aufgrund seiner Rolle als Eigner dem Unternehmen optional auch Managementressourcen bzw. Beratung und Fachwissen bereitstellt.⁵³ Neben der fachlichen Unterstützung des Unternehmens berichtet das Management

⁴⁷ Vgl. Bader (1996), S. 4-9.

⁴⁸ Vgl. Eilers und Aleth (2009), S. 1 f. Auf die Entstehung und Entwicklung der Branche seit ihrer formellen Existenz wird im Abschnitt 2.3 näher eingegangen.

⁴⁹ Technisch bezieht sich Teilbegriff ‚Private‘ auf nicht an Börsen gehandelten Unternehmen. Dies bedeutet nicht, dass sich Private Equity Gesellschaften ausschließlich an nicht börsennotierten Unternehmen beteiligen. Verschiedene Definitionen inkludieren auch die Beteiligung an (ggf. zunächst) öffentlich gehandelten Unternehmen (vgl. Fenn et al. (1995), S. 1; vgl. Blum (1997), S. 32). So hat zum Beispiel Blackstone im Jahr 2006 unter Abstimmung mit der Deutschen Bundesregierung eine Minderheitsbeteiligung von 4,5 Prozent an der Deutschen Telekom AG akquiriert.

⁵⁰ Unter Mezzanine Kapital versteht man eine Finanzierung, die sowohl Eigenkapital- als auch Fremdkapitalcharakter hat. Hierbei ist die Eigenkapitalinvestition nachrangig durch die Konkursmasse abgesichert. Vgl. Diller (2007), S. 9 ff.; vgl. Hoffmann und Ramke (1992), S. 86; vgl. Golland (2000), S. 35. Auf Mezzanine Kapital wird im weiteren Verlauf dieses Kapitels näher eingegangen.

⁵¹ Vgl. Bader (1996), S. 10-15; vgl. Graf et al. (2001), S. 24; vgl. Bilo (2002), S. 8; vgl. Frommann und Dahmann (2005), S. 6 ff.; vgl. Lerner et al. (2005), S. 1f.; vgl. Diller (2007), S. 8f.; vgl. Achleitner et al. (2008), S. 11; vgl. Eilers und Aleth (2009), S. 2.

⁵² Der für die Beteiligung erforderliche Kaufpreis wird gerade bei Investitionen in reiferen Unternehmen wiederum durch Fremdkapital finanziert (näheres dazu findet sich in Abschnitt 3.4.3).

⁵³ Vgl. Bader (1996), S. 10, S. 15; vgl. Fenn et al. (1997), S. 4; vgl. Graf et al. (2001), S. 24; vgl. Bilo (2002), S. 8; vgl. Frommann und Dahmann (2005), S. 8; vgl. Jesch et al. (2010), S. 6.

des Unternehmens die wichtigsten Geschäftszahlen und (geplanten) Aktivitäten regelmäßig an die Investoren. Daraus lässt sich der Schluss ziehen, dass im Gegensatz zu anonymen Beteiligungsformen auf dem öffentlichen Kapitalmarkt eine enge operative Bindung zwischen dem Unternehmensmanagement und dem Investor besteht.

Es haben sich im Lauf der Zeit in der Literatur einige Definitionen über Private Equity herausgebildet⁵⁴, drei jüngere und umfassende lauten:

„‘Private Equity‘ ist eine Finanzierungsart, bei welcher nicht kotierten Unternehmen in einer entscheidenden Phase ihrer Entwicklung, ohne ausreichende Sicherheiten, mittel- bis langfristig Kapital und, bei Bedarf, Managementunterstützung zur Verfügung gestellt wird. Zur Realisierung eines dem Risiko entsprechenden Gewinnes besteht von vornherein die Absicht, die Beteiligung wieder zu veräußern.“⁵⁵

„Private Equity lässt sich definieren als Finanzierungsform, bei der einem Beteiligungsnehmer Unternehmensanteile verkauft werden, welche zum Investitionszeitpunkt nicht an einer Börse notierten und deren Veräußerungswunsch ex ante erkennbar ist. Als Gegenleistung für die Übertragung der Eigentumsrechte werden dem Unternehmen sowohl Kapital- als auch Managementressourcen zur Verfügung gestellt.“⁵⁶

„Private Equity ist die mittel- bis langfristige Finanzierung von nicht börsennotierten Unternehmen in einer entscheidenden Phase ihrer Entwicklung mit Eigenkapital oder eigenkapitalähnlichen Mitteln (Mezzanine-Kapital). Bei Bedarf wird für das finanzierte Unternehmen Managementunterstützung zur Verfügung gestellt. Das Ziel der Investoren ist es, den Wert des Unternehmens zu steigern und somit einen dem Risiko entsprechenden Gewinn, der durch die von vornherein geplante Veräußerung der Beteiligung entsteht, zu realisieren.“⁵⁷

⁵⁴ Vgl. Bader (1996), S. 10-15; vgl. Fenn et al. (1997), S. 4 ff.

⁵⁵ Bader (1996), S. 10.

⁵⁶ Graf et al. (2001), S. 24.

⁵⁷ Diller (2007), S. 8.

Nach Bader (1996) lässt sich der Begriff ‚Private Equity‘ entlang von acht konstituierenden Elementen definieren (Abbildung 1):

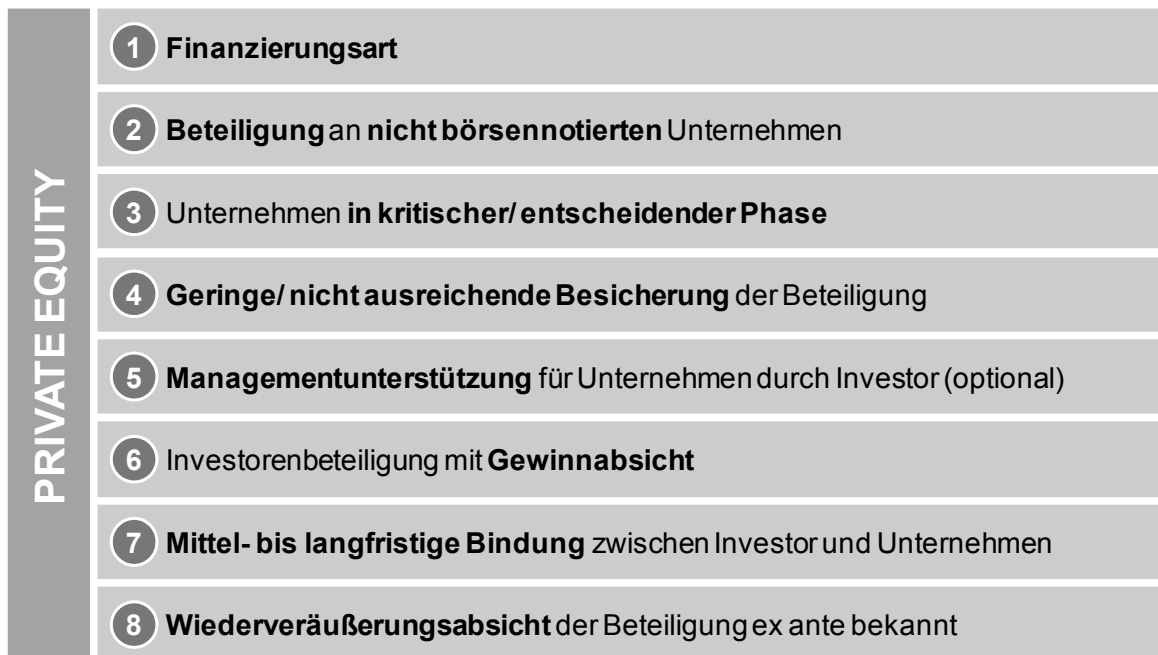


Abbildung 1: Konstituierende Elemente des Begriffs 'Private Equity'.⁵⁸

Ein wesentlicher Unterschied des Private Equity zu den anderen, konventionellen Kapitalquellen für ein Unternehmen zeigt sich schon beim Blick auf die aufgeführten konstituierenden Elemente. Auch wenn der Wortlaut der gängigen Definitionen des Private Equity im groben recht ähnlich klingt, so bedarf es für eine Abgrenzung des Begriffs einer kurzen Erläuterung und Diskussion der jeweiligen konstituierenden definitorischen Elemente.

1. Finanzierungstyp

Die Finanzierungsfunktion –nämlich die Kapitalausstattung des Unternehmens zur Problemlösung einer adäquaten Unternehmensfinanzierung⁵⁹- ist eine Gemeinsamkeit des Private Equity mit anderen Formen der Kapitalbeschaffung für ein Unternehmen. Dabei hat sich Private Equity in der jüngeren Vergangenheit als immer häufigere Finanzierungsalternative zu ‚konventionellen‘ Kapitalbeschaffungsquellen wie

⁵⁸ Eigene Darstellung in inhaltlicher Anlehnung an Bader (1996), S. 10, Diller (2007), S. 8, Graf et al. (2001), S. 24.

⁵⁹ Vgl. Bader (1996), S.10; vgl. Diller (2007), S. 8.

dem ‚klassischen‘ Bankkredit, Gesellschaftereinlagen oder Börsen herausgebildet⁶⁰ und steht mit diesen im Wettbewerb.⁶¹

Die Notwendigkeit zur Kapitalbeschaffung, entsteht für ein Unternehmen aus vielerlei Gründen –einige wesentliche davon sind z.B.:⁶²

- Produkt- und Technologieentwicklung
- Gründung
- Erweiterung der Geschäftstätigkeit
- Tätigen von Investitionen
- Wachstumsfinanzierung (endogen oder exogen durch Akquisitionen)
- Restrukturierung/ Sanierung
- Bilanzoptimierung
- Veränderung der Eigentumsverhältnisse (z.B. Management Buyout oder Nachfolgeregelung)

Bei der Kapitalbeschaffung selbst wird zwischen Finanzierungsarten und Finanzierungsinstrumenten unterschieden.⁶³ Während die Finanzierungsart auf die Unterscheidung von Eigenkapital, eigenkapitalähnlicher Finanzierung (Mezzanine Kapital) und Fremdkapital/ Bankkredit abstellt, ist mit den Finanzinstrumenten die Ausgabe von Aktien, (Wandel-)Anleihen, Optionen oder Obligationen gemeint.

Die Finanzierungsarten beschreiben, in welcher Form das Kapital dem Unternehmen zur Verfügung gestellt wird.⁶⁴ Das Wort ‚Equity‘ (Englisch für Eigenkapital) deutet auf jeden Fall auf den haftenden Eigenkapitalcharakter dieser Finanzierungsform hin – diese Eigenschaft ist z.B. in der Definition von Frommann und Dahmann (2005) zu lesen⁶⁵. Somit gehört die direkte Beteiligung am nominellen Kapital des Zielunternehmens zu den Finanzierungsarten des Private Equity.⁶⁶ Hinzugezählt werden in

⁶⁰ Vgl. Pratt und Lloyd (1985), S. 7; vgl. Bader (1996), S. 5; vgl. Graf et al. (2001), S. 21; vgl. Bilo (2002), S. 9f.

⁶¹ Vgl. Blum (1997), S. 34.

⁶² Vgl. Bader (1996), S. 10 f.; vgl. Diller (2007) 8 f.

⁶³ Dieser und nächster Satz vgl. Bader (1996), S. 10; vgl. Blum (1997), S. 32.

⁶⁴ Vgl. Betsch et al. (2000), S. 316.

⁶⁵ Teilsatz vgl. Frommann und Dahmann (2005), S 8.

⁶⁶ Vgl. Wupperfeld (1996), S. 116 f.; vgl. Betsch et al. (2000), S. 316.

der Literatur und den dort vorzufindenden Definitionen meist auch eigenkapitalähnliche Beteiligungen (Mezzanine Kapital) oder stille Beteiligungen.⁶⁷ Mezzanine Kapital ist als Mischform von Eigen- und Fremdkapital zu betrachten.⁶⁸ Die Eigenkapitalkomponente ergibt sich bei Mezzanine Kapital insofern, als es wie Eigenkapital zur Besicherung von gegebenem Fremdkapital herangezogen werden kann und im Insolvenzfall zum Fremdkapital nachrangig behandelt wird.⁶⁹ Die Besicherung erfolgt in der Regel durch künftige (unsicherere) Cashflows oder andere Zusatzvereinbarungen⁷⁰, weshalb die Kapitalgeber eine adäquate Risikoprämie oder die Teilhabe an der möglichen künftigen Unternehmenswertentwicklung erhalten⁷¹. Die „*Partizipation an Gewinnen und Verlusten*“⁷² im Private Equity führt meist zu einer bilanziellen Wertung des Mezzanine Kapital als Eigenkapital.⁷³ Die Fremdkapitalkomponente besteht darin, dass das Mezzanine Kapital selbst keine unmittelbare Eigenkapitalbeteiligung an dem Unternehmen repräsentiert. Erst die damit verbundene Herausgabe von Finanzinstrumenten wie Options- oder Wandelanleihen ermöglichen dem Kapitalgeber die tatsächliche ‚Beteiligung‘ am Unternehmen. Damit ist die Zugehörigkeit von Mezzanine Kapital zur Definition des Private Equity technisch begründet. Zudem ist diese Finanzierungsform in der Private Equity Praxis oftmals vorzufinden⁷⁴, und geht mit einer niedrigeren Einflussnahme des Private Equity Investors als bei einer Mehrheits- oder (stimmberechtigten) Minderheitsbeteiligung einher⁷⁵.

Bei der Diskussion darüber, ob eine Fremdkapitalfinanzierung dem Private Equity zuzuordnen ist, liegen in der Literatur verschiedene Meinungen vor. An manchen Stellen ist eine derart weite Auslegung des Private Equity vorzufinden, dass eine Fremdkapitalfinanzierung noch zur Definition des Private Equity hinzugezählt wird.⁷⁶ Bader (1996) begründet dies beispielsweise mit der erhöhten Flexibilität, einem planbaren Exit-Zeitpunkt durch die festgelegte Rückzahlung des Betrags, mit steuer-

⁶⁷ Vgl. Bader (1996), S. 10 ff.; vgl. Wupperfeld (1996), S. 116 f.; vgl. Betsch et al. (2000), S. 316; vgl. Frommann und Dahmann (2005), S. 6 f.; vgl. Achleitner et al. (2008), S. 11; vgl. Diller (2007), S. 9.

⁶⁸ Vgl. Diller (2007), S. 9 f.

⁶⁹ Vgl. Diller (2007), S. 10. Dabei kann die Rangfolge innerhalb verschiedener Mezzanine Beteiligungen vertraglich festgelegt werden. (vgl. Diller (2007), S. 10).

⁷⁰ Erster Halbsatz vgl. Diller (2007), S. 9 f.

⁷¹ Letzter Halbsatz vgl. Röchert (2001), S. 1.

⁷² Achleitner et al. (2008), S. 12.

⁷³ Dieser und nächster Satz vgl. Achleitner et al. (2008), S. 12.

⁷⁴ Vgl. Diller (2007), S. 10.

⁷⁵ Letzter Teilsatz vgl. Achleitner et al. (2008), S. 12.

⁷⁶ Vgl. Misirli (1988), S. 7; vgl. Bader (1996), S. 13; vgl. Diller (2007), S. 10.

lichen Vorteilen und einem dem Eigenkapital ähnlichen Risiko bei sehr hohen Verschuldungsgraden (z.B. 90 Prozent).⁷⁷ Dem gegenüber zeigen andere Meinungen auf, dass Fremdkapital gerade aufgrund seiner deutlichen Unterschiede in Behandlung und Risiko im Vergleich zu Eigenkapital und eigenkapitalähnlicher Finanzierung nicht zu Private Equity hinzugezählt werden sollte.⁷⁸ So besteht bei einer Eigenkapitalbeteiligung weder ein Rückzahlungsanspruch⁷⁹, noch eine Besicherung der eingelegten Summe durch Aktiva in der Bilanz⁸⁰. Gegen das Integrieren von Fremdkapital zur Definition von Private Equity spricht weiterhin der Umstand, dass Bankkredite oder andere Finanzierungsinstrumente in besonders kritischen Situationen gerade wegen fehlenden üblichen Sicherheiten verweigert werden (vgl. dazu auch Abschnitt 3.1.1), weshalb ein Private Equity Investor stattdessen auf die mögliche Teilhabe am möglichen künftigen Unternehmenserfolg abstellen wird⁸¹. Obendrein sind Fremdkapitalansprüche von Eigenkapitalgebern nachrangig zu Fremdkapitalansprüchen von Banken. Sicher wären hier einhergehend mit der Vergabe von Fremdkapital eine entsprechend hohe Risikoprämie im Kreditzins sowie eine Ausstattung des Kreditgebers mit den dazugehörigen Mitspracherechten in der Unternehmensführung denkbar. Es besteht grundsätzlich immer ein positiver Zusammenhang zwischen dem Risiko für den Kapitalgeber und den sich aus der Risikoprämie ergebenden Finanzierungskosten für das Unternehmen.⁸² Dagegen spricht allerdings gerade der Umstand, dass in einer Situation ohne Besicherung für (zusätzliche) Kredite das Ausfallrisiko für das Fremdkapital ähnlich hoch ist wie beim Eigenkapital, so wie eben auch von Bader (1996) selbst begründet.⁸³ Gleichzeitig wären in einer solchen Situation die Renditechancen für das Fremdkapital jedoch bestenfalls auf die vereinbarte Verzinsung begrenzt.⁸⁴ Demgegenüber ist die Rendite einer direkten Beteiligung nicht fest vereinbart⁸⁵, sondern am möglichen Erfolg bzw. der Wertsteigerung

⁷⁷ Vgl. Bader (1996), S. 13.

⁷⁸ Vgl. Diller (2007), S. 10.

⁷⁹ Vgl. Betsch et al. (2000), S. 321; vgl. Diller (2007), S. 10; vgl. Jesch et al. (2010), S. 6.

⁸⁰ Teilsatz vgl. Diller (2007), S. 10. Echtes Fremdkapital wird dagegen nur gegen eine entsprechende Besicherung vergeben (vgl. Frommann und Dahmann (2005), S. 9 (Abbildung 4)).

⁸¹ Teilsatz vgl. Frommann und Dahmann (2005), S. 9 (Abbildung 4) und im Zusammenhang mit Venture Capital vgl. auch Gompers (1994), S. 3.

⁸² Vgl. Blum (1997), S. 34.

⁸³ Vgl. Bader (1996), S. 13. Schließlich kann bei einem Ausfall nicht von der Realisierung der vereinbarten Fremdkapitalverzinsung ausgegangen werden.

⁸⁴ Frommann und Dahmann (2005) erwähnen z.B., dass für die Bedienung des Fremdkapitals entsprechend stabile Zahlungsströme erforderlich sind (vgl. Frommann und Dahmann (2005), S. 9 (Abbildung 4)).

⁸⁵ Teilsatz vgl. Betsch et al. (2000), S. 320.

des Unternehmens festgemacht⁸⁶, und kann somit höher ausfallen. Diese Deckelung auf der Renditeseite wird in so einem Fall von der Vorrangigkeit des Fremdkapitals wegen der fehlenden Besicherung kaum kompensiert, weshalb die Vergabe von reinem Fremdkapital ohne Beteiligungsbestandteil in finanziell kritischen Situationen nicht vorteilhaft wäre und in so einem Fall nur eine theoretische Überlegung bleiben müsste. Ein Private Equity Investor stellt deshalb gerade auf die Partizipation am Wachstum und den Erfolgen des Unternehmens ab und wird sich bei einer Schieflage aktiv für die Lösung ebendieser einsetzen, während der Fremdkapitalgeber in erster Linie auf die Sicherheiten zuzugreifen versuchen wird (eventuell unter Inkaufnahme einer Insolvenz des Unternehmens).⁸⁷ Das Mezzanine Kapital dagegen erlaubt wie bereits erwähnt eine –zwar nachrangige- Fremdkapitalfinanzierung, jedoch bei gleichzeitiger Partizipationsmöglichkeit am künftigen Unternehmenserfolg bzw. an der Steigerung des Unternehmenswerts. Zuletzt könnte der Einsatz von Fremdkapital als ‚Leverage‘ bei Buyout-Transaktionen (näheres dazu in Abschnitt 3.4.2.3) die Zugehörigkeit des Fremdkapitals zu Private Equity begründen. Dagegen spricht aus der Sicht des Verfassers, dass es sich hier um eine partielle Refinanzierung des Kaufpreises für eine Eigenkapitalbeteiligung handelt. Dieses Fremdkapital wird zwar über das gekaufte Unternehmen aufgenommen, allerdings finanziert es den Kauf der Beteiligung, nachdem das Unternehmen mit Eigenkapital versorgt wurde. Der eigentliche Private Equity Investor tritt nicht als Fremdkapitalgeber sondern als Eigen- oder Mezzanine-Kapitalgeber auf. Somit ist das als Kaufpreishebel genutzte Fremdkapital, welches in einem nachgelagerten Schritt oftmals über die Herausgabe von (riskanten) Anleihen von Seiten der Banken umstrukturiert wird, lediglich als Finanzierungsinstrument für eine Eigenkapitalbeteiligung zu betrachten. Abschließend ist für die formelle Trennung der Fremdkapitalfinanzierung von Private Equity die Entstehung des Begriffs ‚Private Debt‘ hervorzuheben, womit den grundsätzlichen Unterschieden zwischen der Eigenkapital(ähnlichen) Beteiligung und einer Fremdkapitalfinanzierung auch auf Begriffsebene Rechnung getragen wird.⁸⁸ So zählen z.B. Frommann und Dahmann (2005) das Fremdkapital auch nicht zum Private Equity hinzu:

⁸⁶ Teilsatz vgl. Betsch et al. (2000), S. 321.

⁸⁷ Vgl. Frommann und Dahmann (2005), S. 9 (Abbildung 4). Siehe dazu im weiteren Verlauf des aktuellen Abschnitts unter ‚Geringe/ nicht ausreichende Besicherung‘.

⁸⁸ Vgl. Diller (2007), S. 10 f.

„Damit hebt sich Private Equity deutlich von Fremdkapitalfinanzierungen, z.B. in Form eines Bankkredites, ab.“⁸⁹

Auf Grundlage der eben beschriebenen Überlegungen wird Fremdkapital in dieser Arbeit nicht zum Private Equity hinzugezählt.

Im Vergleich zu den Finanzierungsarten ist der Kontext des Private Equity zu den Finanzinstrumenten deutlich einfacher herzustellen. Als Finanzierungsart ist Private Equity auf jeden Fall von den Finanzierungsinstrumenten abzugrenzen⁹⁰, diese sind folglich vielmehr als mögliche Bestandteile zur Umsetzung einer Private Equity Beteiligung –z.B. beim Einsatz von Mezzanine Kapital- zu behandeln.

Die bisherigen Ausführungen betonen den Finanzierungscharakter des Private Equity. Dies wird allerdings nur einem Blickwinkel gerecht. Nimmt man dagegen die Perspektive der Investoren und Kapitalgeber ein, so ist Private Equity ebenso als eine Anlageform zu betrachten (näheres dazu vgl. Abschnitt 3.4.1).⁹¹

2. Beteiligung an nicht börsennotierten Unternehmen

Dieses Element der Begriffsdefinition ist auf zwei Ebenen zu beleuchten. Zum einen geht es darum, was unter ‚Beteiligung‘ zu verstehen ist, und zum anderen sei Private Equity in den Kontext von Börsennotierung und Nicht-Börsennotierung gestellt.

Der Begriff der Beteiligung ist in Deutschland gesetzlich in § 271 I HGB wie folgt festgelegt:

„Beteiligungen sind Anteile an anderen Unternehmen, die bestimmt sind, dem eigenen Geschäftsbetrieb durch Herstellung einer dauernden Verbindung zu jenen Unternehmen zu dienen. Dabei ist es unerheblich, ob die Anteile in Wertpapieren verbrieft sind oder nicht. Als Beteiligung gelten im Zweifel Anteile an einer Kapitalge-

⁸⁹ Frommann und Dahmann (2005), S. 8.

⁹⁰ Teilsatz vgl. Bader (1996), S. 10.

⁹¹ Vgl. Bader (1996), S. 113-115; vgl. Frommann und Dahmann (2005), S. 51 ff.; vgl. Diller (2007), S. 55.

*sellschaft, die insgesamt den fünften Teil des Nennkapitals dieser Gesellschaft überschreiten.*⁹²

In den meisten Fällen streben die Private Equity Investoren v.a. im Buyout eine Mehrheitsbeteiligung bzw. eine bedeutende Minderheitsbeteiligung an⁹³, weil die „*Rechte des Anteilseigners*“⁹⁴ i.d.R. „*unter anderem abhängig von der Höhe der Anteile sowie der Rechtsform* [sind, Anm. d. Verf.]“⁹⁵. Bei der Minderheitsbeteiligung ist auch oftmals von einer ‚stimmberechtigten‘ Minderheitsbeteiligung die Rede.⁹⁶ Kaplan und Strömberg (2009) vermuten, dass Minderheitsbeteiligungen auch im Buyout eine zunehmende Bedeutung erlangen könnten.⁹⁷ Hierdurch dürfte die in §271 I HGB erwähnte Hürde von 20 Prozent meistens erfüllt sein. Venture Capital Gesellschaften dagegen streben bei jungen Unternehmen eher eine Minderheitsbeteiligung an.⁹⁸ Ähnlich kommt auch für Familienunternehmen oftmals die Veräußerung eines Minderheitsanteils eher in Frage, wenn es darum geht, einen vorübergehenden Kapitalbedarf zu decken und gleichzeitig die Eigentümerschaft zu wahren.⁹⁹ Was die Dauer der Bindung betrifft, ist diese in einem Private Equity Kontext zeitlich begrenzt und nicht ‚dauerhaft‘ im Sinne des Wortes (näheres dazu findet sich unter Punkt 7 im weiteren Verlauf des aktuellen Abschnitts).

Das Wort ‚Private‘ soll der Abgrenzung der nicht börsennotierten Beteiligung von börsennotierten Beteiligungen Rechnung tragen, bei denen man von ‚Public Equity‘ sprechen würde.¹⁰⁰ Zu diesen Unternehmen gehören u.a. Unternehmen in Einzel- oder Familieneigentum, Tochtergesellschaften oder Portfoliounternehmen von privaten Beteiligungsgesellschaften.¹⁰¹ Der Markt für Public Equity wird oftmals auch als ‚organisierter Kapitalmarkt‘ bezeichnet, während der Markt für Private Equity als ‚unorganisierter‘ Kapitalmarkt gesehen wird.¹⁰² Börsennotierte Beteiligungen sind an

⁹² Deutsches Handelsgesetzbuch (HGB), § 271 Absatz 1.

⁹³ Vgl. Fenn et al. (1997), S. 4.; vgl. Arthurs und Busenitz (2003), S. 146; vgl. Portisch (2008), S. 237; vgl. Eilers und Aleth (2009), S. 7; vgl. Axelson et al. (2010), S. 7; vgl. Jesch et al. (2010), S. 6.

⁹⁴ Schneck (2007), S. 115.

⁹⁵ Schneck (2007), S. 115.

⁹⁶ Vgl. Achleitner et al. (2008), S. 11.

⁹⁷ Vgl. Kaplan und Strömberg (2009), S. (41).

⁹⁸ Vgl. Schefczyk (2000), S. 10.

⁹⁹ Vgl. Achleitner et al. (2008), S. 9.

¹⁰⁰ Vgl. Frommann und Dahmann (2005), S. 7; vgl. Diller (2007), S. 11 f.

¹⁰¹ Vgl. Axelson et al. (2010), S. 2.

¹⁰² Vgl. Blome-Drees und Rang (2006), S. 11.

entsprechenden (organisierten) Handelsplätzen registriert und diesen aufsichtstechnisch unterworfen.¹⁰³ Auch wenn das Buyout-Geschäft mehrheitlich auf ‚private‘ Unternehmen abstellt¹⁰⁴, ist zu berücksichtigen, dass Private Equity Beteiligungen auch für öffentlich gehandelte Unternehmen in Frage kommen.¹⁰⁵ Dies kann dann der Fall sein, wenn z.B. ein ganzes Unternehmen sich im Zuge einer Investorenbeteiligung von öffentlichen Handelsplätzen zurückzieht („Going Private“ bzw. „Public to Private“ Transaktion¹⁰⁶) oder wenn ein Teil eines börsennotierten Unternehmens außerbörslich verkauft wird (Spin-Off).¹⁰⁷ Pratt und Zeckhauser (1991) und Fenn et al. (1995) integrieren in ihrer Definition des Private Equity explizit die Beteiligung an börsennotierten Unternehmen.¹⁰⁸ Als Beispiel für das Engagement eines Private Equity Investors in einem börsennotierten Unternehmen kann hier die Beteiligung von Blackstone an der Deutschen Telekom im Jahr 2006 herangezogen werden.¹⁰⁹ Wenn sich Private Equity Unternehmen an börsennotierten Gesellschaften beteiligen, bieten sie oftmals eine Prämie von 15 bis 50 Prozent oberhalb des gängigen Börsenkurses an.¹¹⁰ Achleitner et al. (2009a) vermuten, dass die Ankündigung einer PE-Beteiligung an einem börsennotierten Unternehmen (oberhalb der Grenze zur Publizitätspflicht) per se zunächst einen Anstieg des Börsenkurses zur Folge hat, weil dies ein entsprechendes Steigerungspotential für den Unternehmenswert signalisiert.¹¹¹ Generell hat das Engagement von Private Equity Gesellschaften in öffentlich gehandelten Unternehmen – vor allem für Public to Private Transaktionen – in der jüngeren Vergangenheit an Bedeutung gewonnen.¹¹²

3. Unternehmen in kritischer/ entscheidender Phase als Gründe für die Kapitalbeschaffung über Private Equity Investoren

In der Regel befinden sich die von Private Equity Investoren übernommenen Unternehmen in einer kritischen Entwicklungsphase, in welcher ‚frisches‘ Eigenkapital be-

¹⁰³ Vgl. Diller (2007), S. 11.

¹⁰⁴ Vgl. Strömberg (2007), S. 4; vgl. Axelson et al. (2010), S. 2.

¹⁰⁵ Vgl. Bader (1996), S. 10; vgl. Bilo (2002), S. 8 f.; vgl. Diller (2007), S. 11.

¹⁰⁶ Vgl. Schäfer und Fischer (2008), S. 12.

¹⁰⁷ Vgl. Bader (1996), S. 10; vgl. Bilo (2002), S. 8 f.; vgl. Diller (2007), S. 11.

¹⁰⁸ Vgl. Fenn et al. (1995), S. 1, S. 20 f.; vgl. Blum (1997), S. 32.

¹⁰⁹ Vgl. Spiegel (2006), <http://www.spiegel.de/wirtschaft/us-finanzinvestor-blackstone-steigt-bei-telekom-ein-a-412681.html>, aufgerufen am 28.09.2012.

¹¹⁰ Vgl. Kaplan und Strömberg (2009), S. 124 und die dort aufgeführte Literatur.

¹¹¹ Vgl. Achleitner et al. (2009a), S. 6.

¹¹² Vgl. Achleitner et al. (2009a), S. 2.

nötigt wird¹¹³ und die konventionellen, günstigeren Kapitalquellen (z.B. Bankkredite, stille Einlagen, Börsenkapital) nicht zur Verfügung stehen.¹¹⁴ Meist wird eine Private Equity Beteiligung deshalb erst dann erwogen, weil diese Finanzierungsform wegen ihres Eigenkapitalcharakters und den mit der Beteiligung verbundenen Kosten als die teuerste Finanzierungsform gilt¹¹⁵. Kritisch oder entscheidend ist eine Phase dann, wenn sie maßgeblich für die Gründung bzw. für den Fortbestand des Unternehmens bezüglich der Eigentumsverhältnisse oder bezüglich des Erfolgs des Unternehmens selbst ist. Bei den Gründen für den Einstieg eines Private Equity Investors ist es sinnvoll, zwischen jungen und reifen Unternehmen zu unterscheiden (Private Equity Aktivitäten entlang der Lebensphasen des Unternehmens werden in Abschnitt 3.1.2 näher behandelt).

In vielen Fällen erfordert die wirtschaftliche Umsetzung einer Geschäftsidee gerade in den Anfängen einen bedeutenden Kapitalbedarf, den die Unternehmer selbst nicht aufbringen können.¹¹⁶ Bei Neugründungen und jungen Unternehmen geht es darum, Gründung, Wachstum und gegebenenfalls den Ausbau des Geschäfts zu finanzieren (vgl. Abschnitt 3.1.2).¹¹⁷ Nachdem diese Unternehmen noch keine stabile Historie für ihre Zahlungsströme aufweisen können¹¹⁸ und die künftigen Zahlungsströme deshalb von höherer Unsicherheit begleitet werden¹¹⁹, ihr Geschäftsmodell in vielen Fällen auf immateriellen oder sehr spezifischen Vermögensgegenständen (z.B. Patente) aufbaut¹²⁰ und nach der Gründung zunächst eine Verlustphase zu erwarten ist, sind Banken wegen der hohen ex-ante Unsicherheit oftmals nicht bereit, das notwendige Kapital in Form eines Kredits zur Verfügung zu stellen¹²¹. Kurzum, junge Unternehmen haben es oftmals schwer, diejenigen Bedingungen zu erfüllen, an welche eine Fremdkapitalfinanzierung gekoppelt ist.¹²² Eine ‚Selbstfinanzierung‘ des

¹¹³ Vgl. Bader (1996), S. 20 f.; vgl. Fenn et al. (1997), S. 1; vgl. Graf et al. (2001), S. 24.

¹¹⁴ Vgl. Bader (1996), S. 5; vgl. Blum (1997), S. 34 f.; vgl. Fenn et al. (1997), S. 27; vgl. Bilo (2002), S. 9 f.

¹¹⁵ Teilsatz vgl. Bader (1996), S. 11; vgl. Blum (1997), S. 34; vgl. Fenn et al. (1997), S. 5, S. 27.

¹¹⁶ Vgl. Gompers (1994), S. 2; Gompers und Lerner (2000), S. 284; vgl. Arthurs und Busenitz (2003), S. 145.

¹¹⁷ Vgl. Betsch et al. (2000), S. 311 f.

¹¹⁸ Teilsatz vgl. Fenn et al. (1997), S. 45; vgl. Betsch et al. (2000), S. 321.

¹¹⁹ Teilsatz vgl. Wright (1998), S. 526; vgl. Betsch et al. (2000), S. 321.

¹²⁰ Teilsatz vgl. Gompers (1994), S. 3; vgl. Wright (1998), S. 526; vgl. Diller (2007), S. 31.

¹²¹ Teilsatz vgl. Gompers (1994), S. 3; vgl. Fenn et al. (1997), S. 27; vgl. Diller (2007), S. 30 f.

¹²² Vgl. Betsch et al. (2000), S. 321 f.

Unternehmens durch eigene Gewinne ist in dieser Phase des Unternehmens folglich ebenso nicht möglich.¹²³

Betrachtet man reife Unternehmen in einem fortgeschrittenen Stadium, so können auch diese in die Situation eines externen Kapitalbedarfs über die von der Bank gewährte Kreditlinie hinaus geraten, beispielsweise bei größeren Strategiewechseln, Restrukturierungen oder Sanierungen.¹²⁴ Ebenso die interne oder externe Erweiterung der Geschäftstätigkeit, eine neue Produktentwicklung bzw. die Einführung eines neuen Produkts zählen zu den Anlässen, in denen Kapital und/ oder Fachwissen erforderlich sind.¹²⁵ Schließlich können beispielsweise auch die Finanzierung von Gesellschafterwechseln, die Vorbereitung eines Börsengangs, eine Kapitalerhöhung, der Börsenabgang, Spin-Offs und Carve-Outs¹²⁶ oder die Durchführung bzw. Abwehr feindlicher Übernahmen Gegenstand einer Private Equity Beteiligung sein.¹²⁷

Oftmals ist ein grundsätzlich gesundes Übernahmeziel nicht optimal geführt worden, wodurch sich der Investor durch seine Aktivitäten ein hohes Wertsteigerungspotential verspricht.¹²⁸ Weiterhin können Gesellschafterkonflikte und die bereits erwähnte Nachfolgeproblematik Anlass für den Einstieg eines Investors bei reifen Unternehmen sein.¹²⁹ Letzteres ist z.B. dann der Fall wenn der Unternehmensgründer keine geeigneten Nachfolger finden kann bzw. wenn die Nachkommen nicht an einer Übernahme der Unternehmensführung interessiert bzw. nicht dafür befähigt sind.

4. Geringe/ nicht ausreichende Besicherung

Findet die Beteiligung eines Private Equity Investors nicht aus einer reinen Nachfolgeproblematik sondern lediglich aus einem bestehenden Kapitalbedarf heraus statt, ist das bereitgestellte Kapital oftmals nicht ausreichend oder gar nicht besichert¹³⁰

¹²³ Vgl. Betsch et al. (2000), S. 321; vgl. Diller (2007), S. 30.

¹²⁴ Vgl. Betsch et al. (2000), S. 312; vgl. Diller (2007), S. 45 f.

¹²⁵ Vgl. Betsch et al. (2000), S. 312.

¹²⁶ Während der Spin-Off die Veräußerung von Unternehmensbereichen eines Konzerns bedeutet, stellt in diesem Zusammenhang die Platzierung von Minderheitsanteilen einen Carve-Out dar (vgl. Betsch et al. (2000), S. 112).

¹²⁷ Vgl. Betsch et al. (2000), S. 312.

¹²⁸ Vgl. Achleitner et al. (2009a), S. 10.

¹²⁹ Vgl. Achleitner et al. (2008), S. 9, S. 20.

¹³⁰ Teilsatz vgl. Röchert (2001), S. 1; vgl. Portisch (2008), S. 238.

und wird im Insolvenzfall nachrangig zu konventionellen Bankkrediten behandelt. Somit geht das eingesetzte Kapital im Fall eines Konkurses verloren.¹³¹ Die geringe oder nicht ausreichende Besicherung der Beteiligung geht deshalb mit dem Kriterium der kritischen Phase des Unternehmens einher (s.o.). Entweder ist das Unternehmen noch sehr jung und kann außer immateriellen Vermögensgegenständen keinerlei Sicherheiten aufbringen, oder die verfügbaren Sicherheiten eines bestehenden Unternehmens sind bereits voll ausgereizt oder sogar aufgezehrt. Nachdem im Gegensatz zu einer Fremdkapitalfinanzierung die Eigenkapitalbeteiligung also nicht oder nur nachrangig besichert ist¹³² und der Geldgeber das unternehmerische Risiko voll mitträgt¹³³, versucht der Investor sein Risiko durch entsprechende Kontroll- und Mitbestimmungsrechte¹³⁴ zu reduzieren und kann darüber hinaus aufgrund seiner Anteile als Unternehmer an der Unternehmenswertentwicklung partizipieren¹³⁵.

5. Managementunterstützung

Private Equity finanzierte Unternehmen erhalten zusätzlich zum Kapital von ihren Investoren eine –teils intensive- Unterstützung im Management.¹³⁶ Dies ist eines der zentralen Unterscheidungsmerkmale des Private Equity von anderen Finanzierungsformen¹³⁷, und hat sowohl die Wertsteigerung im Unternehmen als auch die Risikoreduktion des Investors zum Ziel¹³⁸ (nähere Ausführungen dazu siehe Abschnitt 3.4.4). Unternehmensgründer haben –vor allem im technischen Bereich- nicht immer das für einen Unternehmensaufbau, dessen Führung sowie das für die Produktvermarktung notwendige Fachwissen¹³⁹, wie folgendes Zitat belegt:

¹³¹ Vgl. Betsch et al. (2000), S. 321.

¹³² Teilsatz vgl. Bader (1996), S. 13; vgl. Graf et al. (2001), S. 24, Fußnote 2; vgl. Diller (2007), S. 8f.

¹³³ Teilsatz vgl. Frommann und Dahmann (2005), S. 8.

¹³⁴ Teilsatz vgl. Graf et al. (2001), S. 24.

¹³⁵ Teilsatz vgl. Graf et al. (2001), S. 24, Fußnote 2.

¹³⁶ Vgl. Fenn et al. (1997), S. 4.; vgl. Betsch et al. (2000), S. 319; vgl. Graf et al. (2001), S. 33; vgl. Blome-Drees und Rang (2006), S. 17; vgl. Portisch (2008), S. 238; vgl. Frommann und Dahmann (2005) S. 8.

¹³⁷ Teilsatz vgl. Jantz (2008), S. 164; vgl. Eilers und Aleth (2009), S. 7.

¹³⁸ Teilsatz vgl. Blome-Drees und Rang (2006), S. 17.

¹³⁹ Diller (2007) weist auf die Studien von Keely/ Roure (1990), Sahlmann (1990), Schefczyk (1999), Schefczyk (2000), Zingales (2000), und Hinkel (2001) hin, in denen der positive Zusammenhang aus Mitarbeiterqualität und Unternehmenserfolg bei Venture Capital-finanzierten Unternehmen hervorgeht (vgl. Diller (2007), S. 31, S. 31, Fußnote 2).

„Ein genialer Erfinder oder guter Techniker ist aber noch lange kein guter Manager respektive Unternehmer.“¹⁴⁰

Unter diesem Umstand bringt der Einstieg eines Private Equity Investors in ein Unternehmen neben der Kapitalbereitstellung einen deutlichen Mehrwert durch das zur Verfügung gestellte Management- und Unternehmerwissen mit sich. Schließlich sind auch diese Kenntnisse entscheidend für den Aufbau bzw. für die Fortführung eines Unternehmens.¹⁴¹

Davon profitieren sowohl das Unternehmen als auch der Investor selbst. Teilweise lässt sich die Notwendigkeit für eine Managementunterstützung auch aus der kritischen Unternehmenssituation –in welcher Form sie auch auftreten mag– begründen. Die Managementleistung kann durch die Investoren selbst oder durch von ihnen extern hinzugezogene Managementmitglieder erfolgen¹⁴², sofern das vorhandene Managementteam den Anforderungen des Investors nicht entspricht. Trotzdem spielt die Qualität des vorhandenen Managementteams für die Investitionsentscheidung eine wichtige Rolle, da diesem das Unternehmen und dessen Führung am besten bekannt sind.¹⁴³ So beschreibt Howson (2012): *„Its importance is confirmed by the fact that financial acquirers would rather back a good management in a mediocre market than a poor management in a good market.“¹⁴⁴* Auch in der von Zacharakis und Meyer (2000) zusammengefassten Übersicht über die in empirischen Studien erhobenen wichtigsten Investitionsentscheidungskriterien werden Fähigkeiten und Erfahrung des Management Teams durchgehend erwähnt.¹⁴⁵ In jungen Unternehmen kommt es auf ein flexibles und kreatives Management an, bei reifen Unternehmen ist die tatsächliche Erfahrung der Leitung entscheidend.¹⁴⁶

Zusätzlich ziehen Private Equity Investoren das Fachwissen externer Berater heran, die das Management des Unternehmens mit Hinblick auf die anvisierte Erfolgs- und

¹⁴⁰ Bader (1996), S. 106.

¹⁴¹ Vgl. Friedli (2001), S. 86 f.

¹⁴² Teilsatz vgl. Eilers und Aleth (2009), S. 7.

¹⁴³ Vgl. Jantz (2008), S. 164; vgl. Eilers und Aleth (2009), S. 7.

¹⁴⁴ Howson (2012), S. 14.

¹⁴⁵ Vgl. Zacharakis und Meyer (2000), S. 327.

¹⁴⁶ Vgl. Graf et al. (2001), S. 33.

Unternehmenswertsteigerung unterstützen sollen¹⁴⁷, und verschaffen dem Unternehmen Zugang zu Kontakten wie Investmentbanken und Anwälte¹⁴⁸. Die Investoren nehmen ihre aktive Teilnahme an der Unternehmensführung ferner durch eine entsprechende Besetzung der Aufsichtsgremien wahr¹⁴⁹, und können somit das Risiko ihrer Engagements aus der fehlenden Besicherung kompensieren¹⁵⁰. Diese Konstellation erlaubt es den Private Equity Gesellschaften, den Unternehmenswert nicht nur durch das eingebrachte Fachwissen sondern auch durch den Abbau von Informationsasymmetrien zur Unternehmensführung zu steigern.¹⁵¹ Gerade letzteres erlaubt es, dem Unternehmen Kapital zur Verfügung zu stellen, wenn andere Quellen auch wegen der hohen Informationsunsicherheit nicht mehr zur Verfügung stehen.¹⁵² Auch für die kapitalsuchenden Unternehmen kann der Zugang zum Fachwissen des Investors ein bedeutender Grund bei der Entscheidung für eine Private Equity Finanzierung sein.¹⁵³ Die Rolle des Investors bei den Portfolio-Unternehmen sowie deren Ausprägungen werden im Abschnitt 3.4.4 näher beleuchtet.

6. Investorenbeteiligung mit Gewinnabsicht

Wie jede Unternehmung strebt auch ein Private Equity Investor mit seiner Tätigkeit einen Gewinn an, der daraus besteht, eine zu einem bestimmten Kaufpreis erworbene Beteiligung zu einem späteren Zeitpunkt zu einem höheren Verkaufspreis wieder zu veräußern (näheres dazu vgl. Abschnitt 3.4).¹⁵⁴ Zusätzlich partizipiert der Investor während der Halteperiode an eventuellen Ausschüttungen aus dem Unternehmen. Hierbei gilt auch für die Private Equity Gesellschaft das grundlegende Prinzip der Gewinn-¹⁵⁵ bzw. der Renditemaximierung¹⁵⁶. Vor dem Beginn der Finanzkrise im Jahr 2008 lagen laut Blome-Drees und Rang (2006) die Erwartungen im Bereich von

¹⁴⁷ Teilsatz vgl. Gompers (1994), S. 4; vgl. Eilers und Aleth (2009), S. 7.

¹⁴⁸ Teilsatz vgl. Gompers (1994), S. 4; vgl. Frommann und Dahmann (2005), S. 5.

¹⁴⁹ Teilsatz vgl. Gompers (1994), S. 3; vgl. Frommann und Dahmann (2005), S. 9 f.; vgl. Portisch (2008), S. 238.

¹⁵⁰ Teilsatz vgl. Röchert (2001), S. 1.

¹⁵¹ Vgl. dazu die Arbeiten von Gompers (1995) und Lerner (1995); vgl. Blum (1997), S. 33; vgl. Diller (2007), S. 12; vgl. Eilers und Aleth (2009), S. 7.

¹⁵² Vgl. Gompers und Lerner (2001), S. 155.

¹⁵³ Vgl. Blum (1997), S. 35.

¹⁵⁴ Vgl. Frommann und Dahmann (2005), S. 6; vgl. Blome-Drees und Rang (2006), S. 20.

¹⁵⁵ Vgl. Bader (1996), S. 14; vgl. Schuh et al. (2011), S. 595.

¹⁵⁶ Vgl. Rudolph und Fischer (2000), S. 50; vgl. Blome-Drees und Rang (2006), S. 19.

20 bis 25 Prozent pro Jahr.¹⁵⁷ Diese Renditeerwartung wird von Howson (2012) bestätigt.¹⁵⁸ Während die Kapitalgeber für die Private Equity Transaktionen somit eine entsprechende Rendite auf ihr eingesetztes Kapital erwirtschaften, partizipieren die als Intermediär agierenden Private Equity Gesellschaften¹⁵⁹ daran durch einen entsprechenden Gewinnanteil sowie die erhobenen Management- und Verwaltungsgebühren (siehe dazu auch Abschnitt 3.4).¹⁶⁰

7. Mittel- bis langfristige Bindung

Generell sind die Halteperioden im Private Equity nicht langfristig angesetzt, sie sind zeitlich begrenzt.¹⁶¹ Die konkreten zeitlichen Angaben in der Literatur weichen zwar leicht voneinander ab, sie bewegen sich für Buyouts im Rahmen von ca. drei bis sieben¹⁶² bzw. fünf bis sieben Jahren¹⁶³. Strömberg (2008) gibt in seiner Untersuchung an, dass nur 42 Prozent der Investitionen in den ersten fünf Jahren verkauft werden.¹⁶⁴ Bei Venture Capital Beteiligungen sind die Halteperioden im Schnitt um ein Jahr länger, also vier bzw. fünf bis acht Jahre.¹⁶⁵ Die tatsächliche Dauer der Bindung an eine Beteiligung bestimmt sich teils opportunistisch¹⁶⁶, generell jedoch durch den erforderlichen zeitlichen Aufwand, um das Unternehmen auf den Exit vorzubereiten und am Ende natürlich auch durch die Laufzeit des Fonds. Bezüglich der Vorbereitung von Portfoliounternehmen auf den Exit sind die Halteperioden bei Turnarounds und Restrukturierungen länger als bei anderen Buyouts.¹⁶⁷ Dazu gehört während der Halteperiode die Umsetzung sämtlicher relevanter Maßnahmen, welche den Unternehmenserfolg und somit den Wiederveräußerungswert des Unternehmens maxi-

¹⁵⁷ Vgl. Blome-Drees und Rang (2006), S. 16.

¹⁵⁸ Vgl. Howson (2012), S. 6.

¹⁵⁹ Vgl. Fenn et al. (1995), S. 3 ff. Die Funktion von Private Equity Gesellschaften als Intermediär ist auch ein Bestandteil ihrer wertstiftenden Funktion (vgl. Zacharakis und Meyer (2000), S. 325 und die dort aufgeführte Literatur).

¹⁶⁰ Vgl. Betsch et al. (2000), S. 316.

¹⁶¹ Vgl. Bader (1996), S. 136; vgl. Frommann und Dahmann (2005), S. 5; vgl. Achleitner et al. (2008), S. 11; vgl. ; vgl. Eilers et al. (2009), S. 9; vgl. Kinzius (2011), S. 803.

¹⁶² Vgl. Achleitner et al. (2008), S. 11; vgl. Portisch (2008), S. 239; vgl. Schäfer und Fischer (2008), S. 9; vgl. Eilers et al. (2009), S. 9, S. 492.

¹⁶³ Vgl. Frommann und Dahmann (2005), S. 5.

¹⁶⁴ Vgl. Strömberg (2007), S. 6.

¹⁶⁵ Vgl. Betsch et al. (2000), S. 313; vgl. Ivanova und Rossitza (2001), S. 192.

¹⁶⁶ Teilsatz vgl. Kinzius (2011), S. 803 f.

¹⁶⁷ Vgl. Kraft (2001a), S. 21.

mieren.¹⁶⁸ Dabei muss der Investor mit seiner Renditeorientierung zwischen dem zusätzlichen Zeitaufwand für eine Maßnahme und dem mit dieser Maßnahme verbundenen zusätzlichen Gewinn abwägen. Dieser ergibt sich vereinfacht aus dem zusätzlichen erwarteten Unternehmenswert abzüglich der mit der Maßnahmensetzung verbundenen Kosten. Zu diesem Kalkül kommt die Rendite alternativer Investitionsmöglichkeiten dazu, die mit den liquiden Mitteln aus einem möglichen sofortigen Verkauf getätigt werden könnten.¹⁶⁹ Eine unüblich lange Halteperiode deutet – wenn nicht durch exogene Faktoren wie eine schlechte Kapitalmarktlage bestimmt – oftmals auf eine nicht planmäßige Unternehmensentwicklung hin.

8. Wiederveräußerung der Beteiligung ex ante bekannt

Die mittel- bis langfristige Bindung sowie die mit der Beteiligung verbundene Gewinnabsicht gehen damit einher, dass eine Wiederveräußerung in der Regel von vornherein feststeht.¹⁷⁰ Während der Halteperiode kann die Private Equity Gesellschaft durch ihre Beteiligung auch an den Ausschüttungen des Unternehmens teilhaben bzw. diese auch aktiv beeinflussen¹⁷¹, doch wird der gesamte mögliche Gewinn erst durch die Veräußerung der Beteiligung tatsächlich realisiert¹⁷². Deshalb wird in vielen Fällen die avisierte Exit-Strategie schon zum Kaufzeitpunkt definiert bzw. fokussiert¹⁷³ – dies spielt auch eine Rolle bei der vertraglichen Beteiligung des im Unternehmen nach der Transaktion verbleibenden Managements am realisierten Erfolg der Beteiligung.

¹⁶⁸ Vgl. Blome-Drees und Rang (2006), S. 20. Auf die Optimierungsaktivitäten während der Halteperiode wird in Abschnitt 3.4.4 eingegangen.

¹⁶⁹ Nähere Ausführungen zum individuellen Grenzpreiskalkül befinden sich im späteren Verlauf in Abschnitt 3.4.2.3.

¹⁷⁰ Vgl. Bader (1996), S. 136 f.; vgl. Eilers und Aleth (2009), S. 492.

¹⁷¹ Die Praxis einiger Fonds, Ausschüttungen während der Halteperiode vorzunehmen, ist vermehrt in die Kritik geraten, da dies die Finanzierungssituation des Unternehmens stark verschärfen kann.

¹⁷² Teilsatz vgl. Kinzius (2011), S. 803.

¹⁷³ Teilsatz vgl. Bader (1996), S. 14; vgl. Berens et al. (2005b), S. 61; vgl. Blome-Drees und Rang (2006), S. 15 f.

3.1.2 Arten des Private Equity

In diesem Abschnitt sollen die verschiedenen Arten des Private Equity eingeordnet werden, wobei vorrangig die Hauptbegriffe Venture Capital, Buyout und Private Equity behandelt werden. Die Einteilung der Private Equity-Aktivitäten stellt –wie sich im weiteren Verlauf des Abschnitts zeigen wird- auf den Unternehmenslebenszyklus ab.¹⁷⁴ Hierbei besteht die grundsätzliche Trennung der Finanzierung von Unternehmensgründungen oder jungen Unternehmen von der Finanzierung reifer Unternehmen.¹⁷⁵ Dennoch scheint es bei der Verwendung der Begriffe Private Equity, Venture Capital und Buyout im Kontext der verschiedenen Aktivitäten bei weitem kein einheitliches Verständnis zu geben¹⁷⁶ –lediglich die Bedeutung des Buyout erscheint unstrittig. Die Einordnung bzw. Verwendung von Venture Capital und Private Equity war im Zeitablauf einer gewissen Dynamik unterworfen¹⁷⁷ und es sind in der Literatur sämtliche denkbaren Variationen vorzufinden¹⁷⁸. Ursächlich ist dafür sicherlich wieder die in Abschnitt 3.1.2 erwähnte Vorreiterrolle der Private Equity Praxis gegenüber der ex-post erklärenden Theorie.

3.1.2.1 Einordnung der Begriffe Private Equity, Buyout und Venture Capital

Venture Capital und Private Equity wurden und werden im Alltag begrifflich oftmals gleichgesetzt.¹⁷⁹ Eine Begründung für diesen Umstand könnte daran liegen, dass das Buyout-Geschäft zeitlich erst nach dem ‚eigentlichen‘ Venture Capital entstanden ist (siehe dazu Abschnitt 3.3). Folglich wurde Private Equity an mancher Stelle

¹⁷⁴ Vgl. Blum (1997), S. 50-56; vgl. Betsch et al. (2000), S. 320 und S. 325; vgl. Graf et al. (2001), S. 24; vgl. Frommann und Dahmann (2005), S. 7.

¹⁷⁵ Vgl. Betsch et al. (2000), S. 320 und S. 325; vgl. Graf et al. (2001), S. 24; vgl. Frommann und Dahmann (2005), S. 6 f.; vgl. Blome-Drees und Rang (2006), S. 12; vgl. Diller (2007), S. 19.

¹⁷⁶ Teilsatz vgl. Schween (1996), S. 13 ff.; vgl. Betsch et al. (2000), S. 320.

¹⁷⁷ Teilsatz vgl. Frommann und Dahmann (2005), S. 6.

¹⁷⁸ Teilsatz vgl. Schween (1996), S. 320.

¹⁷⁹ Vgl. Leopold und Frommann (1998), S. 4 ff.; vgl. Betsch et al. (2000), S. 320; vgl. Graf et al. (2001), S. 24 f.; vgl. Frommann und Dahmann (2005), S. 6; vgl. Blome-Drees und Rang (2006), S. 11 f.; vgl. Diller (2007), S. 19; vgl. Eilers und Aleth (2009), S. 1.

zunächst für eine „*begriffliche und inhaltliche Erweiterung von Venture Capital*“¹⁸⁰ gehalten.¹⁸¹ Eine weitere mögliche Ursache für die synonyme Verwendung von Venture Capital und Private Equity sehen Graf et al. (2001) in der markttechnischen Überschneidung von Venture Capital und Buyout.¹⁸² Diese Überschneidung wurde bereits von Plum (1989) beobachtet und von Blum (1997) bestätigend weitergeführt – Venture Capital Gesellschaften sind auch in anderen Private Equity Feldern aktiv.¹⁸³ Umgekehrt wäre natürlich auch die Beteiligung von Buyout Funds an Unternehmen denkbar, deren Reifestand unter Umständen noch dem Venture Capital zuzurechnen ist.

So gibt es Schriften, die zwar das Buyout Geschäft vom Venture Capital trennen, dafür jedoch eine Gleichsetzung von Buyout Geschäft mit Private Equity suggerieren¹⁸⁴, und dadurch einen klaren Überbegriff fehlen lassen. Dies ist laut Betsch et al. (2000) z.B. in den USA gängige Praxis.¹⁸⁵ Dies verwundert umso mehr als bereits z.B. von Amerikanern in Fenn et al. (1995) Venture Capital und Buyout als ‚type of investment‘¹⁸⁶ unter dem Dach von Private Equity behandelt werden. In diesem Zusammenhang wirft die Darstellung von Portisch (2008) besondere Fragen auf: Während hier das Venture Capital der Early Stage-Finanzierung zugeschrieben wird und Private Equity der Later Stage-Finanzierung, wird der Terminus ‚Privates Beteiligungskapital‘ als Überbegriff für Venture Capital und Private Equity gesehen.¹⁸⁷ Denn der Begriff des ‚privaten Beteiligungskapitals‘ ist gerade die Übersetzung für ‚Private Equity‘. Auch Eilers und Aleth (2009) sehen in Anlehnung an Holzapfel und Pöllath (2008) im Private Equity nicht einen Überbegriff, sondern eine vom Venture Capital abzugrenzende Finanzierungsform, die sich auf nicht mehr im Aufbau befindliche Unternehmen bezieht [=Buyout, Anm. d. Verf.].¹⁸⁸

¹⁸⁰ Bader (1996), S. 1.

¹⁸¹ Diese Sicht wird zunächst auch von Blum (1997) (S. 30) aufgenommen, doch auch hier kommt letztlich die Schlussfolgerung, dass Private Equity als Überbegriff für Venture Capital, Buyout und andere Beteiligungsformen zu betrachten ist (ebd. S. 31 f.).

¹⁸² Vgl. Graf et al. (2001), S. 24.

¹⁸³ Vgl. Plum (1989), S. 7; vgl. Blum (1997), S. 44.

¹⁸⁴ Teilsatz vgl. Achleitner et al. (2008), S. 11; vgl. Portisch (2008), S. 236 f.; vgl. Kaplan und Strömberg (2009), S. 121. Diese Beobachtung in der Vergangenheit wird ebenfalls von Frommann und Dahmann (2005) festgestellt.

¹⁸⁵ Vgl. Betsch et al. (2000), S. 320, S. 325.

¹⁸⁶ Vgl. Fenn et al. (1995), S. 2, Abbildung 1.

¹⁸⁷ Vgl. Portisch (2008), S. 237.

¹⁸⁸ Vgl. Holzapfel und Pöllath (2008), S. 279 f.; vgl. Eilers und Aleth (2009), S. 2.

Schließlich kommt auch die Variante vor, nach der im Venture Capital der eigentliche Überbegriff gesehen wird. Betsch et al. (2000) weisen darauf hin, dass Venture Capital in Großbritannien als Überbegriff für das Beteiligungsgeschäft gesehen wird.¹⁸⁹ So beschreibt z.B. Wright (1998) die Ursprünge des Venture Capital als Finanzierung junger Unternehmen, erweitern den Begriff allerdings hin zum Buyout-Geschäft und sehen dann im Begriff Private Equity lediglich eine geeignetere *Ablösung* des Venture Capital.¹⁹⁰ Dies ließe wiederum einen eigenen Unterbegriff für die Beteiligung an jungen Unternehmen fehlen.

In dieser Arbeit wird Private Equity als Überbegriff für die beiden Teilgebiete Venture Capital und Buyout genommen. Im nächsten Abschnitt wird anhand der Einteilung von PE-Aktivitäten entlang des Unternehmenslebenszyklus eine detailliertere Argumentationsgrundlage dafür erarbeitet. Diese Einteilung wird vermehrt durch die jüngere Literatur verwendet und von den Branchenverbänden (Frommann und Dahmann (2005) weisen darauf hin) bestätigt.¹⁹¹ So schreiben auch Eilers und Aleth (2009), Private Equity hätte „den Begriff Venture Capital als Oberbegriff für privates Beteiligungskapital ab[gelöst]“¹⁹². Kaserer und Wagner (2006) sehen im Venture Capital explizit ein „Teilsegment des „Private Equity““¹⁹³. Folgerichtig zur letzten Aussage ist Buyout das andere Teilgebiet.

3.1.2.2 Einordnung der PE-Aktivitäten anhand des Unternehmenslebenszyklus

In der Literatur herrscht weitestgehend Einigkeit über die prinzipielle Trennung und Einordnung von Private Equity Aktivitäten anhand der verschiedenen Phasen des

¹⁸⁹ Vgl. Betsch et al. (2000), S. 320.

¹⁹⁰ Vgl. Wright (1998), S. 522, S. 528.

¹⁹¹ Vgl. Blum (1997), S. 31 f.; vgl. Graf et al. (2001), S. 24 f.; vgl. Ljungqvist und Richardson (2003), S. 28; vgl. Frommann und Dahmann (2005), S. 7; vgl. Blome-Drees und Rang (2006), S. 12; vgl. Kaserer und Wagner (2006), S. 96; vgl. Diller (2007), S. 19; Metrick und Yasuda (2010), S. 2303 f.; vgl. Eilers et al. (2009), S. 1.

¹⁹² Eilers et al. (2009), S. 1 f.

¹⁹³ Kaserer und Wagner (2006), S. 96.

Unternehmenszyklus.¹⁹⁴ Dies ist insofern sinnvoll, als bspw. Frühphasenbeteiligungen „andere Risiko/Ertrags-Relationen, Fristen, Transaktionsvolumina und –kosten als Late Stage-Projekte aufweisen und sowohl die Organisation der Beteiligungsgesellschaften, deren Know-How, deren Bewertungsmethoden, deren Fondsvolumina als auch die Anlagerichtlinien unterschiedlich ausgerichtet sein müssen“¹⁹⁵. Mit den verschiedenen Lebensphasen gehen also unterschiedliche Unternehmensgrößen, Risiken und Kapitalbeschaffungsgründe einher.¹⁹⁶ Die Finanzierungsbedürfnisse unterscheiden sich hinsichtlich Kapitalmenge, Finanzierungsart (Eigen- vs. Fremdkapital) und Verwendung der finanziellen Mittel.¹⁹⁷ Aus diesem Grund orientieren sich die aufeinanderfolgenden Finanzierungsrunden am Erreichen von Zwischenergebnissen (‘Meilensteinen’) entlang der Lebensphasen des Unternehmens.¹⁹⁸

Tabelle 1 beschreibt die Lebensphasen des Unternehmens im Private Equity-Kontext, wobei zu beachten ist, dass Klassifizierung und Definition der Lebensphasen im Detail nicht immer einheitlich vorzufinden sind.¹⁹⁹ Dies spiegelt sich in der Literatur vor allem in leicht unterschiedlichen Zuschreibungen der Zielsetzungen für die ersten Phasen (Seed, Startup und Early Stage) der Unternehmung wieder.²⁰⁰ Der Blick auf die Praxis zeigt ebenso auf, dass eine strenge definitorische Abgrenzung der Phasen aufgrund individueller Unternehmensentwicklungen und Produktangebote nicht exakt möglich ist.²⁰¹ Das haben z.B. auch Fenn et al. (1997) in einer empirischen Erhebung herausgefunden. Vielmehr wird also zwischen ‚Early Stage‘ und ‚Later Stage‘ unterschieden.²⁰² Dieser Umstand ist für die vorliegende Arbeit nicht von größerer Bedeutung, wichtig ist die grundlegende Strukturierung der Private Equity Aktivitäten anhand der Lebensphasen des Unternehmens und der damit verbundenen Finanzierungsbedarfe. Aus diesem Grund ist die an der Theorie entlang typisierte Übersicht in Tabelle 1 im Detail als beispielhaft zu betrachten, einzelne Beschreibungen und Zielsetzungen können vor allem in den ersten Schritten

¹⁹⁴ Vgl. Blum (1997), S. 50-56; vgl. Betsch et al. (2000), S. 310-313; vgl. Graf et al. (2001), S. 24; vgl. Frommann und Dahmann (2005), S. 6 f.

¹⁹⁵ Betsch et al. (2000), S. 320.

¹⁹⁶ Vgl. Blum (1997), S. 31 f.; vgl. Betsch et al. (2000), S. 310; vgl. Bilo (2002), S. 10.

¹⁹⁷ Vgl. Posner (1996), S. 9; vgl. Betsch et al. (2000), S. 310.

¹⁹⁸ Vgl. Gompers (1994), S. 3.

¹⁹⁹ Dies wurde bereits von Bilo festgestellt. Vgl. Bilo (2002), S. 10.

²⁰⁰ Vgl. Bader (1996), S. 103-110 und die dort aufgeführte Literatur; vgl. Blum (1997), S. 57; vgl. Graf et al. (2001), S. 25; vgl. Bilo (2002), S. 10-12; vgl. Diller (2007), S. 19-25.

²⁰¹ Vgl. Fenn et al. (1995), S. 28 f.; vgl. Bader (1996), S. 104; vgl. Blum (1997), S. 50.

²⁰² Vgl. Fenn et al. (1997); S. 28 f.

des Unternehmens durchaus als phasenübergreifend interpretiert werden. Weiterhin sind in der in Tabelle 1 gegebenen Übersicht für jede Phase die dazugehörigen Finanzierungsschwerpunkte, ein typisierter Profitabilitätsverlauf sowie die Risikoaufteilung in mögliche interne und externe Risiken mit erwähnt. Bei den Risiken zeigt sich, dass ein Unternehmen in seinen Anfängen schwerpunktmäßig mit internen Risiken wie Verzögerungen oder fehlenden Managementfähigkeiten konfrontiert ist. Mit zunehmender Entwicklung des Unternehmens treten dann die externen markt- und wettbewerbsbezogenen Risiken verstärkt in den Vordergrund. Dieser Zusammenhang zwischen internen und externen Risiken wurde von Ruhnka und Young (1987) in einer empirischen Erhebung aus dem Jahr 1987 festgestellt.²⁰³ Hierzu sei angemerkt, dass das kumulative, absolute Risiko über die Entwicklungszeit des Unternehmens bis zum Buyout typischerweise stetig abnimmt²⁰⁴ -erst im Restrukturierungs- bzw. Sanierungsfall kann von einem erneuten Risikoanstieg ausgegangen werden.

²⁰³ Vgl. Ruhnka und Young (1987), referenziert in Bader (1996), S. 106.

²⁰⁴ Teilsatz vgl. Blum (1997), S. 42-50.

Private Equity – eine Einführung

Lebensphase	Beschreibung der Lebensphase	Finanzierungsschwerpunkte	Profitabilität (idealtypisch)	Risiken	Risikoverteilung
Seed	<ul style="list-style-type: none"> Produkt: Entwicklungsphase der Unternehmensidee, Entwicklung & Test von Prototypen Unternehmen: Zusammenstellung des Managementteams, Vorbereitung Organisationsaufbau Markt/ Geschäftsmodell: Vorbereitung des Business Plans, Durchführung von Machbarkeits- und Marktstudien sowie Nachfragetests, ggf. Annahme erster Vorbestellungen 	Auf- und Ausbau der Produkt- und Geschäftsidee	Verlustzone	<ul style="list-style-type: none"> Intern: Verzögerungen, Produktmängel, Kapitalengpässe, Fehleinschätzung des Produkts und des Markts durch Gründerteam Extern: Tatsächliche Machbarkeit der Geschäftsidee, Größe des Absatzmarkts 	
Start-up/ Early Stage (Series A)	<ul style="list-style-type: none"> Produkt: Fertigstellung des Produkts, Aufbau der Produktion Unternehmen: Formale Unternehmensgründung/ Start-up, Auf- und Ausbau der Organisation Markt/ Geschäftsmodell: Fertigstellung des Business Plans, Vorbereitung des Markteintritts, verstärkte Marketingaktivitäten, Produkt/ Geschäftsmodell erreicht Marktakzeptanz, Aufbau von Vertriebswegen/ Distribution 	Gründung, Gründungsaktivitäten und Wachstum	Verlustzone, Näherung an Break-Even	<ul style="list-style-type: none"> Intern: Verzögerungen, Kapitalengpässe, Managementfähigkeiten, Produktionskosten, Marketingstrategie Extern: Wachstum & Größe des Absatzmarkts, Konkurrenzfähigkeit des Produkts, potentieller Wettbewerbsdruck 	
Expansion (Series B ff.)	<ul style="list-style-type: none"> Produkt: Standardisierung des Produkts, Steigerung der Produktionskapazitäten, Vorbereitung von produkttechnischen Diversifikationsmöglichkeiten Unternehmen: Erörterung erster Grundlagen für mögliche Exit-Strategien Markt/ Geschäftsmodell: Abgeschlossener Markteintritt, Vorbereitung für Erhöhung der Marktdurchdringung, Vorbereitung für Eintritt in neue Märkte, signifikantes Wachstum von Umsatz, Cashflow und Gewinn, Näherung an finanzielle Planvorgaben 	Ausdehnung der Geschäftstätigkeit, Auszahlung von Business Angels, Vorbereitung der Fremdkapitalaufnahme	Break-Even	<ul style="list-style-type: none"> Intern: Ggf. zu operativer Fokus des Managements (weg von Produktion hin zu Überwachung, Strategie, Finanzen) Extern: Erweiterung des Marktanteils, unerwartete Konkurrenz durch Nachahmer oder konkurrierende Technologien/ Produkte/ Lösungen 	
Later Stage	<ul style="list-style-type: none"> Produkt: Ausbau des Produkts, Erweiterung des Produktportfolios Unternehmen: Entscheidungsvorbereitung für Exit-Strategie, Aufbau eines stabilen und erfahrenen Managements, ggf. erste Restrukturierung Markt/ Geschäftsmodell: Steigerung der Profitabilität, Erhöhung der Marktdurchdringung, Ausweitung des Geschäftsmodells in neue Märkte 	Weitere Ausdehnung der Geschäftstätigkeit, ggf. Substitution von Beteiligungskapital durch Mezzanines Kapital oder Fremdkapital, ggf. Auszahlung von Early Stage Investoren	Stark steigende Gewinne	<ul style="list-style-type: none"> Intern: Managementfähigkeiten, Finanzmanagement, Entwicklungskapazitäten/ Ausbau der Produktpipeline Extern: Erschwerende Marktbedingungen, Verlust von Marktanteilen, ungünstige Rahmenbedingungen für Exit 	
Bridge/ Pre-IPO	<ul style="list-style-type: none"> Produkt: Etablieren des vorhandenen Produktportfolios, Erörterung möglicher Erneuerungen Unternehmen: Vorbereitung von Verkauf/ Börsengang Markt/ Geschäftsmodell: Zunehmende Marktsättigung/ Konkurrenz 	Erste Restrukturierungsmaßnahmen, Finanzierung von Anlage-/ Umlaufvermögen, Vorbereitung der Kapitalstruktur für den Börsengang (Erhöhung der Eigenkapitalquote), Finanzierung des IPO	Steigende Gewinne	<ul style="list-style-type: none"> Intern: Ausreichende Eigenkapitaldeckung, Börsenreife des Unternehmens Extern: Kosten des IPO, Marktannahme, allgemeine Kapitalmarktsituation 	
Buyout	<ul style="list-style-type: none"> Produkt: Stabiles Produktportfolio Unternehmen: Reifes/ etabliertes Unternehmen mit bewährtem Management, Eigentümerwechsel, Gründung einer unabhängigen Unternehmung Markt/ Geschäftsmodell: Reifes/ etabliertes Unternehmen, stabile Cashflows, Abbau der Schuldenlast, Effizienzsteigerungen (z.B. neue Strategie, operatives Geschäft, Kosten) 	Übernahmefinanzierung in drei Hauptvarianten (Buyout/ LBO, MBO, MBI); Versorgung mit Liquidität	Konstante Gewinne	<ul style="list-style-type: none"> Intern: Stabilität der Cashflows/ Ergebnisse, Fremdkapitalbelastung durch Kaufpreisfinanzierung, Managementfähigkeiten Extern: Zins- und Konjunktorentwicklung, Marktveränderungen, Wettbewerbsdruck/ Marktanteilsverluste 	
Distressed/ Turnaround	<ul style="list-style-type: none"> Produkt: Überarbeitung des Produktportfolios (Erneuerung, Reduktion oder Erweiterung) Unternehmen: Vorbereitung der Weiterveräußerung Markt/ Geschäftsmodell: Reifes Unternehmen in kritischer Phase/ schwieriger Situation („Wendeunternehmen“), neue Positionierung/ Strategiedefinition, teils signifikante Restrukturierung und Effizienzsteigerungen 	Überbrückungsfinanzierung, Finanzierung der Restrukturierung/ Sanierung	Sinkende Gewinne/ Verlustzone	<ul style="list-style-type: none"> Intern: Managementfähigkeiten bzgl. Restrukturierung/ Sanierung/ Strategiewechsel und Zeit für Umsetzung, Ressourcenverfügbarkeit neben Tagesgeschäft, Verfügbarkeit von Finanzierungsmitteln Extern: Verschlechterte Marktsituation, erhöhter Wettbewerbs- und Preisdruck 	

Tabelle 1: Beschreibung der Lebensphasen des Unternehmens im Kontext von Venture Capital und Private Equity Aktivitäten (graphische Risikoverläufe sind illustrativ dargestellt).²⁰⁵

Prinzipiell ist die Abgrenzung von Venture Capital und Buyout-Geschäft zwischen neu gegründeten/ jungen Unternehmen und bestehenden ‚reifen‘ Unternehmen zu

²⁰⁵ Eigene Darstellung in inhaltlicher Anlehnung an Christen (1990), S. 42; Bader (1996), S. 103-110; Blum (1997), S. 42-57; Betsch et al. (2000), S. 310-313; Graf et al. (2001), S. 25; Frommann und Dahmann (2005), S. 7; Blome-Drees und Rang (2006) S. 12 f.; Diller (2007), S. 19-25 sowie Hintergrundinterviews. Dabei ist v.a. die letzte Zeile der Tabelle („Distressed/ Turnaround“) nicht als notwendige Phase für jedes Unternehmen zu verstehen, die immer erst nach einem Buyout vorkommt. So gelangt nicht jedes Unternehmen in die Situation eines Distress/ Turnaround und wenn doch, dann kann dies auch schon zu einem früheren Zeitpunkt stattfinden.

setzen (siehe dazu auch Abschnitt 3.1.2.1).²⁰⁶ So ist die Beteiligung an risikoreichen jungen bis wachsenden Unternehmen generell dem Venture Capital zuzuordnen, während das klassische ‚Buyout‘-Geschäft die Beteiligung an Unternehmen in einem fortgeschrittenen Stadium beschreibt.²⁰⁷ Buyout-Transaktionen sind in ihrer Natur komplexer als diejenigen im Venture Capital, mit ihnen gehen in vielen Fällen andere Finanzinstrumente sowie eine Fremdfinanzierung des Kaufpreises einher.²⁰⁸ Abbildung 2 zeigt auf, inwieweit die verschiedenen Formen des Venture Capital und das Buyout-Geschäft in die Lebensphasen des Unternehmens einzuordnen sind. Die vorliegende Arbeit orientiert sich an der hier gebotenen Aufteilung der Teilgebiete und der dazugehörigen Nomenklatur.

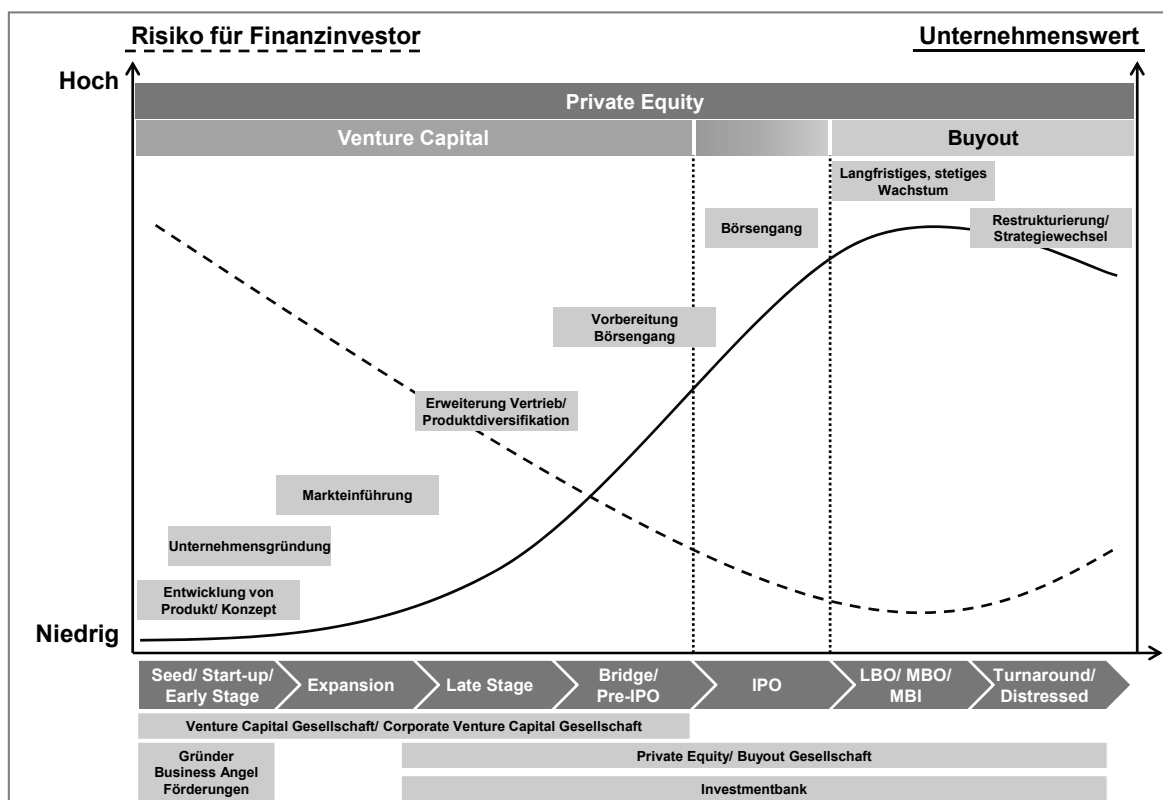


Abbildung 2: Einordnung verschiedener PE-Beteiligungsformen in den Lebenszyklus eines Unternehmens (funktionale Verläufe sind illustrativ dargestellt).²⁰⁹

²⁰⁶ Vgl. Diller (2007), S. 19.

²⁰⁷ Vgl. Fenn et al. (1997), S. 29 f.; vgl. Diller (2007), S. 19.

²⁰⁸ Vgl. Betsch et al. (2000), S. 325 f.

²⁰⁹ Eigene Darstellung in Anlehnung an Bader (1996), S. 103-110; Betsch et al. (2000), S. 311, Abbildung 75, S. 312, Abbildung 76; Schefczyk (2000), S. 24; Graf et al. (2001), S. 26; Kraft (2001a), S. 4; Haemmig (2003), S. 32; Frommann und Dahmann (2005), S. 7; Diller (2007), S. 25. Die Investmentbank kann als (Co-)Investor, Berater oder Dealfinanzierer auftreten.

In Abbildung 2 wird weiterhin eine inverse Beziehung zwischen dem Risiko, das der Investor mit seiner Beteiligung eingeht, und der Entwicklung des Unternehmenswerts über die Zeit gezeigt. Daraus lässt sich lesen, dass die bezüglich des Scheiterns riskanteren Venture Capital Investments²¹⁰ auch mit der Chance einhergehen, im Erfolgsfall dem Investor eine entsprechend attraktive Partizipation an der möglichen/ idealtypischen Unternehmenswertentwicklung für sich zu beanspruchen²¹¹. Daher fällt im Zusammenhang mit Venture Capital oftmals der Begriff bzw. die Übersetzung ‚Wagniskapital‘ bzw. ‚Risikokapital‘ (zur historischen Entstehung des Venture Capital siehe Abschnitt 3.3.1).²¹² Die erfolgreichen Investitionen müssen die gescheiterten Transaktionen in monetärer Hinsicht überkompensieren, damit die Gesellschaft insgesamt profitabel sein kann –diese Logik gilt freilich analog für Private Equity Investoren im Buyout-Geschäft. Weiterhin wird in Abbildung 2 das oben erwähnte und im Vergleich zur theoretisch scharfen Trennung zwischen Venture Capital und Buyout sich teilweise überschneidenden Aktivitäten-Spektrum von Venture Capital und Buyout Fonds entlang des Unternehmenslebenszyklus sichtbar.

Ausgehend davon, dass ‚Venture Capital‘ und ‚Buyout‘-Geschäft (aufgrund ihrer unterschiedlichen Natur) grundsätzlich voneinander zu unterscheiden sind²¹³, rechtfertigt sich die Sicht, dass Private Equity der dazugehörige Überbegriff ist. Dies kann auch durch eine genauere Betrachtung der eigentlich verwendeten Worte verdeutlicht werden. Aus der Historie der Branche (vgl. Abschnitt 3.3) zeigt sich, dass Venture Capital klar auf die Finanzierung von Unternehmensgründungen und jungen Unternehmen abstellt. Erst später kam der Buyout als neues Geschäftsmodell der Beteiligungsbranche hinzu (vgl. Abschnitt 3.3). Venture Capital als Überbegriff auch für Buyouts zu verwenden würde eine inhaltliche Erweiterung abseits seiner ursprünglichen Aktivitäten bedeuten. Demgegenüber steht Private Equity schon als Wort für eine allgemeine ‚private‘/ außerbörsliche Eigenkapitalfinanzierung bzw. Eigenkapitalbeteiligung, unabhängig von einer Lebensphase des Unternehmens. Die komplette Gleichsetzung von Private Equity mit Buyout wiederum würde eine dem Begriff nicht innewohnende Begrenzung bedeuten.

²¹⁰ Teilsatz vgl. Bader (1996), S. 21; vgl. Blum (1997), S. 43.

²¹¹ Teilsatz vgl. Blum (1997), S. 43.

²¹² Vgl. Röchert (2001), S. 1; vgl. Woll (2008), S. 782.

²¹³ Teilsatz vgl. Graf et al. (2001), S. 24; vgl. Blome-Drees und Rang (2006), S. 12.

Vor dem Hintergrund dieser in der Breite der Fachliteratur mittlerweile recht unstrittigen Auffassung über Private Equity erscheint die anfänglich erwähnte uneinheitliche Beschreibung des Begriffs in den Fachlexika eher verwunderlich. So findet man bei Bühner (2001) unter ‚Private Equity‘ die Erläuterung, dass bei der Private Equity Beteiligung vor allem der Verdienst an den laufenden Erfolgen der Unternehmung im Vordergrund und weniger der Gewinn bei Wiederveräußerung der Beteiligung steht –die Wiederverkaufsperspektive wird hier vielmehr dem in diesem Lexikon ausführlich beschriebenen ‚Venture Capital‘ zugeschrieben.²¹⁴ Dem entgegengesetzt stellt May (2006) bei der Erklärung von Private Equity wiederum auf die Gewinne durch Wiederveräußerung am Unternehmen und nicht auf die Beteiligung an den laufenden Erfolgen ab.²¹⁵ Kyrer (2001) hält sich mit der Beschreibung des Private Equity eher knapp, stellt dies dafür als Überbegriff für die Teilgebiete Venture Capital, Management Buyout und Leveraged Buyout heraus.²¹⁶

Es wäre aus definatorischer Sicht notwendig, eine abschließende einheitliche Begriffseinteilung festzulegen, die Private Equity als Überbegriff und Venture Capital bzw. Buyout als Teilgebiete vorsieht.

3.2 Eigenschaften und Besonderheiten des Private Equity Markts

Der Private Equity Markt und dessen Teilgebiete weisen im Gegensatz zu einem öffentlichen Kapitalmarkt und im Vergleich zum theoretischen Modell des ‚vollkommenen Kapitalmarkts‘ deutliche Unterschiede auf.²¹⁷ Insbesondere ist der Private Equity Markt durch folgende Eigenschaften gekennzeichnet:²¹⁸

²¹⁴ Vgl. Bühner (2001), S. 604, S. 840-842.

²¹⁵ Vgl. May (2006), S. 442.

²¹⁶ Vgl. Kyrer (2001), S. 441. Im Gegensatz lassen Bühner et al. (2001) den Schluss zu, dass Private Equity und Venture Capital nebeneinander befindliche Gebiete sind (vgl. Bühner et al. (2001), S. 604, S. 840-842).

²¹⁷ Vgl. Blum (1997), S. 37.

²¹⁸ Bader (1996), S. 21; vgl. Blum (1997), S. 38.

- Hohe Intransparenz des Marktes
- Hohe Informationsasymmetrie (v.a. vor der Transaktion zwischen Unternehmer und Investor)
- Hohe Informationskosten
- Hohe Transaktionskosten
- Hohe Anreizproblematik (zwischen beteiligten Parteien)
- Hohe Illiquidität der Beteiligung (es existiert kein liquider Sekundärmarkt²¹⁹)
- Hohes Risiko (Varianz der Erträge)
- Hohe Unsicherheit (Unkenntnis der möglichen Varianz der Erträge)
- Beeinflussbarkeit von Risiko und Ertrag, da beide nicht exogen gegeben sind, sondern auch durch interne Risiken getrieben (z.B. Informationsasymmetrien)²²⁰
- Private Equity = Kapital plus Betreuungs-/ Kontrollfunktionen

Diesen Eigenschaften sind die Kriterien für einen vollkommenen Kapitalmarkt deutlich gegenübergestellt:²²¹

- Keine Friktion: Der Markt ist frei von Transaktionskosten, Steuern oder regulatorischen Einschränkungen. Wertpapiere können uneingeschränkt gehandelt werden und sind beliebig teilbar
- Vollkommene Konkurrenz: Marktteilnehmer sind auf Güter- und Kapitalmärkten sogenannte ‚Preisnehmer‘, sie können durch ihr Angebot bzw. ihre Nachfrage keinen Einfluss auf das Preisniveau ausüben
- Informationseffizienz: Informationen sind kostenlos erhältlich und erreichen alle Marktteilnehmer gleichzeitig (unendlich schnelle Informationsverbreitung)
- Gültigkeit der Annahme des ‚Homo Oeconomicus‘: Alle Marktteilnehmer handeln rational und streben die eigene Nutzenmaximierung an

Einen Markt, der alle Kriterien des vollkommenen Kapitalmarkts aufweist, wird man in der Realität natürlich nicht finden²²² –der vollkommene Kapitalmarkt ist ein theore-

²¹⁹ Vgl. Kaserer und Buchner (2006), S. 29.

²²⁰ Vgl. Bader (1996), S. 2 f.

²²¹ Vgl. Bader (1996), S. 19; vgl. Zimmermann (2000), S. 272 f.

²²² Teilsatz vgl. Bader (1996), S. 19.

tisches Konstrukt, das alle Dimensionen eines Marktes im Extrem erfüllt, womit einige Modellierungen vereinfacht werden können. Dennoch eignet sich der vollkommene Kapitalmarkt als ‚Messlatte‘, um reale Märkte anhand des Ausmaßes ihrer Vollkommenheit bzw. Unvollkommenheit zu beschreiben.²²³ Stellt man den Vergleich des Private Equity Markts zum vollkommenen Kapitalmarkt her, so erkennt man schnell, dass es sich hier um einen Markt mit einem besonders hohen Grad an Unvollkommenheit handelt²²⁴, was für die Teilnehmer entsprechende Unsicherheiten und Informationsineffizienzen mit sich bringt²²⁵. Für die gehandelten Unternehmen gibt es meist keine beobachtbaren Preise und Portfoliounternehmen werden bis zu ihrem Verkauf aus Vorsichtsgründen meist nur zum Buchwert bilanziert.²²⁶ Dies spiegelt sich in den aufgeführten Such-, Informations- und Analysekosten sowie in einer erschwerten Prognose der zu erwartenden Unternehmensentwicklung wieder.²²⁷ Die Effizienz eines Kapitalmarkts hat nicht nur einen Einfluss auf die Transaktionskosten, sondern auch auf die Preisbildung selbst: Je ineffizienter ein Kapitalmarkt, desto höher ist das Risiko einer Fehlbewertung, und desto höher ist folglich die Zahlungsbereitschaft für Informationen und Berater.²²⁸ Tabelle 2 stellt einen zusammenfassenden Vergleich zwischen den Kriterien des Private Equity Markts und denen des vollkommenen Kapitalmarkts her.

²²³ Vgl. Bader (1996), S. 19.

²²⁴ Teilsatz vgl. Bader (1996), S. 19-21.

²²⁵ Teilsatz vgl. Fenn et al. (1997), S. 78.

²²⁶ Vgl. Gompers und Lerner (2001), S. 162; vgl. Kaserer und Buchner (2006), S. 29.

²²⁷ Vgl. Bader (1996), S. 20 f.

²²⁸ Vgl. Portisch (2008), S. 68.

Marktkriterium	Vollkommener Kapitalmarkt	Private Equity Markt	Bemerkung zum Private Equity Markt
Transaktionskosten	Keine	Hoch	<ul style="list-style-type: none"> • Hohe Transaktionskosten
Steuern	Keine	Verschiedene Besteuerungen	<ul style="list-style-type: none"> • Verschiedene Steuerarten • Steuerkonzept beeinflusst Unternehmenswert • Länderspezifisch
Regulatorische Einschränkungen	Keine	Niedrig bis hoch	<ul style="list-style-type: none"> • Branchen- und Portfolioabhängig • Länderspezifisch
Handelbarkeit von Wertpapieren	Perfekt handelbar und beliebig teilbar	Handelbarkeit/ Teilbarkeit je nach Beteiligungsart sehr eingeschränkt	<ul style="list-style-type: none"> • Hohe Illiquidität, v.a. während der Halteperiode • Beschränkte Reaktionsfähigkeit bzgl. Portfolio-Umschichtung auf exogene Einflüsse
Konkurrenz	Vollkommen/ Preisnehmer	Individuell, beeinflussbar	<ul style="list-style-type: none"> • Längerfristige Beziehung • Individuelle Leistungen werden eingepreist (z.B. die des Kapitalgebers)
Informationseffizienz	Unendlich hoch	Niedrig	<ul style="list-style-type: none"> • Intransparenz des Marktes/ hohe Informationskosten (Suche/ Analyse) • Hoher Grad an asymmetrischer Information
Risiken	Nur exogene Faktoren	Exogene und endogene Faktoren	<ul style="list-style-type: none"> • Unternehmenserfolg abhängig von Managementfähigkeiten und internen Entscheidungen

Tabelle 2: Vergleich der Kriterien des Private Equity Markts mit denen des vollkommenen Kapitalmarkts.²²⁹

Bei der Definition darüber, welche Investitionstätigkeiten dem Private Equity Markt zugerechnet werden können, wird auf den Investor selbst abgestellt. So ist die Ansicht verbreitet, lediglich die Aktivitäten von „*Investment Specialists*“²³⁰ dem eigentlichen ‚organisierten Private Equity‘ zuzuordnen.²³¹ Auch Wright (1998) spricht bei der Beschreibung von Venture Capital (er schließt im weiteren Verlauf des Textes das Buyout-Geschäft mit ein) von professionellen Investoren.²³² Damit wird auf die Intermediärsfunktion der Private Equity Gesellschaften und auf die Managementunterstützung abgestellt (siehe Abschnitte 3.1.1, 3.3 und 3.4).²³³ So schreiben Cumming und Walz (2010) dem Abbau von Informationsasymmetrien sowie der Übernahme von Selektion von Investitionsmöglichkeiten eine bedeutende Rolle als Grund für die Existenz von Private Equity Gesellschaften zu.²³⁴ Kaserer und Wagner (2006) schreiben Private Equity Anlagen ebenfalls eine geringere Trennung von Management und Eigentum zu.²³⁵ Dem organisierten Private Equity Markt steht der ‚informelle‘ Private Equity Markt gegenüber. Hierbei werden meist geringere nicht notierte Unternehmensanteile direkt an institutionelle Anleger und Einzelpersonen verkauft, wobei diese keinen aktiven Part in der Unternehmensführung oder Überwachung

²²⁹ Eigene Darstellung in inhaltlicher Anlehnung an Bader (1996), S. 19-21.

²³⁰ Biló (2002), S. 8.

²³¹ Vgl. Fenn et al. (1997), S. 4; vgl. Biló (2002), S. 8f.

²³² Vgl. Wright (1998), S. 521.

²³³ Vgl. Fenn et al. (1997), S. 4.

²³⁴ Vgl. Cumming und Walz (2010), S. 6.

²³⁵ Vgl. Kaserer und Wagner (2006), S. 96.

einnehmen.²³⁶ Außerdem ist die Anzahl der Investoren je Unternehmen größer und das Mindestvolumen für die Investition damit einhergehend geringer –die Mehrheits-eigentümerschaft bleibt hier meist bei internen Personen des Unternehmens. Schließlich grenzen sich sogenannte ‚Business Angels‘ vom organisierten Private Equity dadurch ab, dass diese meist wohlhabende Privatanleger sind, die sich an einem Unternehmen in einer ihnen aus eigener Berufserfahrung gut bekannten Branche mit oftmals hohen Anteilen beteiligen²³⁷, typischerweise jedoch eher Minderheitsanteile²³⁸. Business Angels involvieren sich im Unternehmen nicht derartig aktiv wie ‚professionelle‘ Investoren und werden meist über informelle Kanäle, etwa Anwälte oder Wirtschaftsprüfer, mit den gegründeten Unternehmen zusammengeführt.²³⁹ Außerdem stehen Einzelpersonen wie Business Angels vor einem recht hohen Aufwand hinsichtlich der Selektion, Evaluation, Unterstützung und Veräußerung der Anteile und haben nur eine begrenzte Möglichkeit, ihr Risiko zu diversifizieren.²⁴⁰

3.3 Die Geschichte der Private Equity Branche

Dieser Abschnitt behandelt die Entstehung und Entwicklung der Private Equity Branche. Die Geschichte der Branche verlief keineswegs geradlinig. Seit ihrer formellen Entstehung nach dem zweiten Weltkrieg in den Vereinigten Staaten von Amerika haben sich Wachstum, oftmals durch regulatorische Rahmenbedingungen begünstigte Blasen und (meist dramatische) Rückgänge immer wieder abgewechselt. Dieses wiederkehrende Auf und Ab war sicherlich die Folge eines kontinuierlichen Wechselspiels aus institutionellen Änderungen und dem sich weiterentwickelnden Handeln der Akteure in der Branche. Durch diesen andauernden Lernprozess der wirtschaftlichen Praxis wurde ein enormes Wachstums- und Entwicklungspotential realisiert, von welchem die Volkswirtschaft stark profitiert hat. Gleichzeitig wird die Geschichte begleitet von einem Aufeinandertreffen von Idealismus, Kreativität und professioneller Exzellenz einiger Akteure auf der einen Seite, gepaart mit fehlenden

²³⁶ Dieser und nächster Satz vgl. Fenn et al. (1997), S. 4.

²³⁷ Teilsatz vgl. Gompers (1994), S. 2; vgl. Fenn et al. (1997), S. 4; vgl. Blum (1997), S. 39; vgl. Frommann und Dahmann (2005), S. 52.

²³⁸ Teilsatz vgl. Wright (1998), S. 530.

²³⁹ Vgl. Fenn et al. (1997), S. 4.

²⁴⁰ Vgl. Frommann und Dahmann (2005), S. 52.

Kenntnissen und Opportunismus einiger Akteure auf der anderen Seite. Diese Kombination hat die Private Equity Branche nicht immer auf einem soliden Fundament stehen lassen.

3.3.1 Die Ursprünge des Private Equity – Entstehung des Venture Capital

Die Private Equity Branche hat ihren eigentlichen Ursprung in den Vereinigten Staaten von Amerika und teilweise –wenn auch nicht in dieser Form- in Großbritannien.²⁴¹ Wie in Abschnitt 3.1.1 erwähnt, ist die Branche nicht aus der Theorie entstanden, sie entwickelte sich vielmehr aus der Geschäftspraxis der entsprechenden Marktteilnehmer. Dies erschwert neben einer einheitlichen und sachgerechten Begriffsfindung auch eine exakte Bestimmung des Zeitpunkts, wann die dem Private Equity zuzuordnenden Aktivitäten tatsächlich begonnen haben. Es besteht Einigkeit darüber, dass die Idee der ‚privaten‘ Beteiligung an Unternehmen und die Herangehensweise der Fonds älter ist als die heute in diesem Zusammenhang verwendeten Begriffe.²⁴² Die Grundidee dieses Geschäfts entstammt wohl den Investitionsaktivitäten der vermögensverwaltenden Büros reicher Einzelpersonen oder Familien im neunzehnten und in den Anfängen des zwanzigsten Jahrhunderts.²⁴³ Der Markt für Risikokapital war damals allerdings noch unorganisiert.²⁴⁴ Diese sehr vermögenden Personen bzw. Familien –wie in den USA z.B. die „*Phippes, Rockefellers, Vanderbilts und Whitneys*“²⁴⁵- investierten in die Gründungsgesellschaften vielversprechender, meist technologielastriger Unternehmen, aus denen unter anderem „*AT&T, Eastern Airlines, und McDonnell Douglas*“²⁴⁶ hervorgegangen sind, und haben diese auch entsprechend beraten.²⁴⁷ Parallel dazu haben auch Investmentbanken die Fi-

²⁴¹ Vgl. Frommann und Dahmann (2005), S. 11. So erwähnen Wright (1998), dass sich Venture Capital von den USA aus nach Großbritannien und dann auf das europäische Festland verbreitet hat (vgl. Wright (1998), S. 527).

²⁴² Vgl. Lerner et al. (2005), S. 1; vgl. Maier (2007), S. 58; vgl. Eilers et al. (2009), S. 2.

²⁴³ Vgl. Gompers (1994), S. 5; vgl. Lerner et al. (2005), S. 1.

²⁴⁴ Vgl. Gompers (1994), S. 5.

²⁴⁵ Lerner et al. (2005), S. 1; vgl. Gompers (1994), S. 5.

²⁴⁶ Lerner et al. (2005), S. 1.

²⁴⁷ Vgl. Gompers (1994), S. 5; vgl. Röchert (2001), S. 2; vgl. Lerner et al. (2005), S. 1.

finanzierung von Innovationen durchgeführt²⁴⁸, und es gab schon in den 20er Jahren des letzten Jahrhunderts auf Ebene der Bundesstaaten sog. ‚Development Corporations‘, welche kleine und mittlere Unternehmen finanziert haben²⁴⁹. Dabei wurden vor allem ab den 30er Jahren in zunehmendem Maße professionelle externe Personen bei der Auswahl und Überwachung der Investitionen hinzugezogen.²⁵⁰ Die Entwicklung dieser anfänglichen Venture Capital Aktivitäten hin zu einer ‚wirklichen‘ Branche mit der dazugehörigen Verbreitung und Regulierung erfolgte allerdings erst in der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts.²⁵¹ Die ersten ‚formellen‘ Venture Capital Unternehmungen sind in den Jahren 1945 und 1946 entstanden und waren eine Antwort auf zwei Probleme in der damaligen Zeit: Erstens, die damals verbreitete Sorge über eine geringe Anzahl an Unternehmensgründungen, und zweitens, die zu diesem Zweck fehlenden langfristigen Finanzierungsmöglichkeiten bzw. die unzureichende Eigenkapitalausstattung der Unternehmen in den 30er und frühen 40er Jahren.²⁵² Unter die ersten Länder, in denen sich nach dem zweiten Weltkrieg ein organisierter Beteiligungsmarkt herausgebildet hat, sind die Vereinigten Staaten, Großbritannien und kurz darauf die Niederlande zu zählen.²⁵³ Andere Länder folgten erst später, so wie Frankreich mit sog. ‚Sociétés de Développement Régionals‘ im Jahr 1958 oder Deutschland mit seinen ersten Beteiligungsgesellschaften ab 1965. Das Beteiligungsgeschäft mit Eigenkapitalfinanzierung und dazugehöriger Managementunterstützung im Sinne der heutigen Aktivitäten von Private Equity Gesellschaften ist von der Entstehung eher den USA zuzuordnen und in dieser Form erst später nach Europa und anschließend in andere Regionen gekommen²⁵⁴, weshalb in dieser Arbeit die Entwicklung in Amerika schwerpunktmäßig behandelt wird.

In Großbritannien war es im Jahr 1945 die auf Initiative der Bank of England und anderen führenden Banken des Landes gegründete ‚Industrial and Commercial Fi-

²⁴⁸ Teilsatz vgl. Röchert (2001), S. 2,

²⁴⁹ Teilsatz vgl. Leopold und Frommann (1998), S. 219; vgl. Röchert (2001), S. 2.

²⁵⁰ Vgl. Gompers (1994), S. 5; vgl. Lerner et al. (2005), S. 1.

²⁵¹ Vgl. Fenn et al. (1997), S. 10; vgl. Ernst (2005), S. 2213 ff.; vgl. Eilers et al. (2009), S. 3.

²⁵² Vgl. Fenn et al. (1997), S. 10; vgl. Röchert (2001), S. 2; vgl. Frommann und Dahmann (2005), S. 11.

²⁵³ Dieser und nächster Satz vgl. Frommann und Dahmann (2005), S. 11.

²⁵⁴ Teilsatz vgl. Graf et al. (2001), S. 27; vgl. Frommann und Dahmann (2005), S. 12; vgl. Strömberg (2007), S. 2.

nance Corporation' (ICFC).²⁵⁵ Allerdings hat die ICFC wegen der mangelnden Bereitschaft der Unternehmer in der Regel keine direkten Eigenkapitalbeteiligungen durchgeführt, sondern Vorzugsaktien erworben oder langfristige Darlehen gewährt²⁵⁶, und war somit eher mit einer Förderbank gleichzusetzen. In den 70er Jahren fusionierte die ICFC mit der ebenfalls im Jahr 1945 gegründeten und auf die Finanzierung von Großunternehmen spezialisierten ‚Finance Corporation for Industry‘ zur ‚Finance for Industry‘ (FFI).²⁵⁷ Die FFI entwickelte sich im Zuge der 80er Jahre zu einer führenden Buyout Gesellschaft, sie wurde in den 80ern in ‚Investors in Industry‘ und im Jahr 1994 in 3i umbenannt. Das Unternehmen gehört heute zu den führenden europäischen Private Equity Gesellschaften.

In den Vereinigten Staaten von Amerika wird die im Jahr 1946 gegründete ‚American Research and Development‘ (ARD) als erste formelle Venture Capital Gesellschaft gehandelt, welche von einer Gruppe von Geschäftsleuten um den damaligen Präsidenten des ‚Massachusetts Institute of Technology‘, Karl Compton und den Harvard Business School Professor und General Georges F. Doriot ins Leben gerufen wurde.²⁵⁸ Gompers (1994) beschreibt Doriot als „*Vater des Venture Capital*“²⁵⁹, dessen Absichten über die Kapitalversorgung hinaus auch eine Betreuung der finanzierten Unternehmen, z.B. mit Markt- oder Managementwissen, beinhalteten –eine zusätzliche Dimension der Gründungsunterstützung, die als ebenso wichtig wie die Kapitalausstattung betrachtet wurde.²⁶⁰ Damit hob sich die ARD von der reinen Finanzierungsfunktion deutlich ab, weshalb dieser Gesellschaft der eigentliche Ursprung des heutigen Private Equity zugesprochen werden kann. Ziel der Gründer war es, in sehr risikoreiche Beteiligungen an jungen Unternehmen zu investieren, deren Geschäftsmodell auf während des zweiten Weltkriegs entwickelten Technologien aufbaute.²⁶¹ Die ARD investierte in ihre erste Beteiligung im Jahr 1947, der

²⁵⁵ Vgl. Frommann und Dahmann (2005), S. 11. Wright (1998) weisen darauf hin, dass die heutige PE Gesellschaft ‚Charterhouse‘ bereits ungefähr eine Dekade früher mit Venture Capital-ähnlichen Aktivitäten tätig waren (vgl. Wright (1998), S. 546, Fußnote 4). Dies wird auf der Webseite des Unternehmens ebenso ersichtlich (vgl. <http://www.charterhouse.co.uk/history>, aufgerufen am 06. Januar 2013).

²⁵⁶ Teilsatz vgl. Coopey und Clarke (1995), S. 38.

²⁵⁷ Dieser und nächster Satz vgl. <http://www.3i.com/about-us/our-history> (Zugriff am 30. Mai 2015).

²⁵⁸ Vgl. Gompers (1994), S. 5; vgl. Fenn et al. (1997), S. 10; vgl. Leopold und Frommann (1998), S. 221; vgl. Gompers und Lerner (2001), S. 146; vgl. Röchert (2001), S. 2f; vgl. Lerner und Schoar (2002), S. 7; vgl. Lerner et al. (2005), S. 2.

²⁵⁹ Gompers (1994), S. 5.

²⁶⁰ Vgl. Gompers (1994), S. 5 f.; vgl. Fenn et al. (1997), S. 10.

²⁶¹ Vgl. Gompers (1994), S. 5; vgl. Lerner et al. (2005), S. 2.

‚High Voltage Engineering Company‘, ein von MIT-Forschern gegründetes Unternehmen zur Entwicklung einer Krebsbehandlung mit Hilfe von Röntgenstrahlen.²⁶² Das in diese Beteiligung investierte Kapital von USD 200,000 entwickelte sich zu einem Wert von USD 1.8 Mio. zum Zeitpunkt des Börsengangs im Jahr 1955.²⁶³ Die Kapitalbeschaffung der ARD erfolgte mangels Investitionsbereitschaft von institutionellen Anlegern über die Einrichtung eines öffentlich gehandelten ‚Closed-End‘ Funds²⁶⁴, in welchen meist einzelne Geldgeber einzahlten.²⁶⁵ Trotz aller Anstrengungen wurden die gewünschten Kapitalerhebungsziele der ARD jedoch nicht erreicht.²⁶⁶ Die ARD existierte 26 Jahre, ihr erfolgreichstes Engagement war die 77-prozentige Beteiligung an der ‚Digital Equipment Company‘.²⁶⁷ Das im Jahr 1957 dort eingesetzte Kapital betrug USD 70,000 und wuchs bis 1971 im Wert auf USD 355 Millionen an –diese Beteiligung machte schätzungsweise die Hälfte des Gesamtgewinns der Gesellschaft über ihre gesamte Laufzeit hinweg aus.²⁶⁸ Die anderen Investitionen der ARD waren nicht in diesem Maße erfolgreich, doch insgesamt brachte die Gesellschaft ihren ursprünglichen Investoren eine solide jährliche Durchschnittsrendite von immerhin 15,8 Prozent ein.²⁶⁹ Die niedrige Zahl fehlgeschlagener Beteiligungen, die lediglich USD 5,5 Millionen bzw. 12 Prozent des Gesamtinvestitionsvolumens ausmachten²⁷⁰, lässt den Schluss zu, dass die ARD bei der Managementunterstützung ihrer Beteiligungen erfolgreich gewirkt hat.²⁷¹ Im Jahr 1972 hat das bis heute existierende Industriekonglomerat Textron die ARD übernommen.²⁷²

²⁶² Vgl. Gompers (1994), S. 6.

²⁶³ Vgl. Gompers (1994), S. 6. Das aus dem Namen der Beteiligung entstandene Kürzel ‚DEC‘ stand bis in die 90er Jahre als Bezeichnung für eine erfolgreiche Investition (vgl. Gompers (1994), S. 6).

²⁶⁴ Unter Closed-End Fonds versteht man Fonds, deren Laufzeit vorgegeben ist und die unter bestimmten vertraglich vereinbarten Umständen verlängert werden kann (vgl. Graf et al. (2001), S. 34).

²⁶⁵ Vgl. Fenn et al. (1997), S. 10 f.; vgl. Lerner et al. (2005), S. 2. Die Einrichtung eines öffentlich gehandelten Closed End Fonds war in den Anfängen des organisierten Beteiligungsgeschäfts die übliche Vorgehensweise (vgl. Gompers und Lerner (2000), S. 285).

²⁶⁶ Vgl. Fenn et al. (1997), S. 10.

²⁶⁷ Vgl. Gompers (1994), S. 6; vgl. Röchert (2001), S. 3; vgl. Lerner et al. (2005), S. 2.

²⁶⁸ Vgl. Gompers (1994), S. 6; vgl. Lerner et al. (2005), S. 2.

²⁶⁹ Vgl. Fenn et al. (1997), S. 11.

²⁷⁰ Teilsatzgl. Liles (1977), S. 84.

²⁷¹ Vgl. Fenn et al. (1997), S. 11.

²⁷² Vgl. Gompers (1994), S. 6. Zu Textron gehören derzeit der Hubschrauberhersteller Bell Helicopter, der Flugzeughersteller Cessna, der Kleinfahrzeughersteller E-Z-GO, der Elektroinstallations- und Elektroniktestgerätehersteller Greenlee, der Hersteller für Rasenpflegegeräte Jacobsen, der Automobilzulieferer Kautex, der Finanzdienstleister Textron Financial und zuletzt Textron Systems, ein High-Tech Unternehmen, welches elektronische Systeme für zivile und militärische Zwecke produziert. (vgl. <http://www.textron.com/about/our-businesses/index.php>, aufgerufen am 18.10.2012).

Parallel zur ARD professionalisierten auch einzelne reiche Familien ihre Beteiligungsaktivitäten.²⁷³ Als Vorreiter hierfür kann die im Jahr 1946 gegründete und bis heute bestehende Venture Capital Gesellschaft ‚Whitney & Company‘ betrachtet werden. Sie wurde von John Hay Whitney –auch ‚Jock‘ Whitney genannt- ins Leben gerufen, der als Geschäftspartner Benno Schmidt mit ins Boot nahm.²⁷⁴ Anfänglich sprach Whitney über seine Gesellschaft von einer „*Risk Capital Investment Firm*“²⁷⁵ wobei der Begriff aus seiner Sicht nicht zufriedenstellend war und deshalb keinen langen Bestand hatte.²⁷⁶ Sein Partner Benno Schmidt sprach bezogen auf ihre Aktivitäten von „*the risk element and the adventuresome element of this kind of investing*“²⁷⁷. Darauf aufbauend sprach Whitney schließlich von einer ‚Private Venture Capital Firm‘.²⁷⁸

Die Aktivitäten der beiden ersten formellen Private Equity Gesellschaften machen deutlich, dass das heutige Private Equity seine Wurzeln in den Bereichen hat, die dem heutigen Verständnis über das Venture Capital entsprechen.²⁷⁹ Geschichtlich betrachtet hat Venture Capital also seinen Namen aus dem investitionstechnischen ‚Unternehmen‘, ‚Abenteuer‘ bzw. ‚Wagnis‘ oder Spekulation, also dem mit der Investitionsaktivität verbundenen Risiko –aber auch die Chancen sind hiermit gemeint.²⁸⁰ Interessant erscheint dabei, dass diese ursprüngliche Bezeichnung des Venture Capital nach Whitney das Wort ‚Private‘ enthielt. Auch wenn Venture Capital ‚privates‘ Kapital im Sinne der Eigenkapitalbeteiligung an nicht börsennotierten Unternehmen bedeutet, hat es diesen Zusatz verloren. Erst das durch die zunehmende Bedeutung des Buyout Geschäfts als begriffliche Erweiterung des Venture Capital gesehene und schließlich zum Überbegriff avancierte ‚Private Equity‘ nahm diesen expliziten Zusatz wieder auf, der die klare Abgrenzung von börsennotierten Beteiligungen hervorhebt (siehe dazu auch Abschnitt 3.1).

²⁷³ Vgl. Fenn et al. (1995), S. 10.

²⁷⁴ Vgl. Fendel (1987), S. 16; vgl. Bader (1996), S. 4.

²⁷⁵ Bader (1996), S. 4.

²⁷⁶ Vgl. Bader (1996), S. 4.

²⁷⁷ Wilson (1985), S. 16; Bader (1996), S. 4.

²⁷⁸ Vgl. Bader (1996), S. 4.

²⁷⁹ Vgl. Eilers et al. (2009), S. 3.

²⁸⁰ Vgl. Röchert (2001), S. 1.

3.3.2 Weiterentwicklung des Venture Capital und die erste Blase

Nach der Gründung der ARD gab es in den 50er Jahren –vielleicht auch wegen des mäßig erfolgreichen Starts der Venture Capital Aktivitäten mit Hinblick auf die Kapitalbeschaffung- zunächst nur eine beschränkte Anzahl an Nachahmern.²⁸¹ Daneben tätigten wohlhabende Privatleute, Industrieunternehmen und Finanzinstitutionen ihre Beteiligungen meist direkt in herausgegebene Anteile einzelner Unternehmen.²⁸² Die zu diesem Zweck geführten privaten Gesellschaften wurden teilweise auf Projektbasis gegründet oder dienten nach wie vor dem Zweck der Verwaltung von Privatvermögen. Die von der ARD beabsichtigte Intermediärsfunktion für institutionelle Anleger erfüllten diese Gesellschaften in jedem Fall nicht.²⁸³ Auch war die Venture Capital Branche stark im Raum um Boston und New York konzentriert, bis im Jahr 1957 der Investmentbanker Arthur Rock von seinem damaligen Arbeitgeber Hayden, Stone & Co. nach Kalifornien entsendet wurde, um dort potentielle Venture Capital Projekte aufzuspüren.²⁸⁴ Rock hat dort unter anderem einen der ersten kalifornischen Venture Capital Fonds gegründet und später mit seinen Engagements unter anderem bei Intel, Teledyne oder Apple einen bedeutenden Beitrag zur Entwicklung der High-Tech Branche des Bundesstaates geleistet.²⁸⁵ Maßgeblich war die gemeinsame Finanzierung der geplanten ‚Silicone Transistors‘ mit Sherman Fairchild, wodurch das Halbleiterunternehmen Fairchild Semiconductors entstand.²⁸⁶ Damit einhergehend hat sich die amerikanische Westküste zum führenden Venture Capital Zentrum herausgebildet, wo bereits im Jahr 1992 48 Prozent der Venture Capital Investitionen getätigt wurden –gleichzeitig ist der Venture Capital Investitionsanteil des amerikanischen Nordostens auf ca. 20 Prozent geschrumpft.²⁸⁷

Zum Ende der 50er Jahre erkannte die amerikanische Regierung die Notwendigkeit für eine Veränderung des institutionellen Rahmens, um der sich schleppend entwickelnden Beteiligungsbranche einen Schub zu geben²⁸⁸ und damit die Gründung von

²⁸¹ Vgl. Fenn et al. (1997), S. 11; vgl. Gompers und Lerner (2000), S. 285.

²⁸² Dieser und nächster Satz vgl. Fenn et al. (1997), S. 11; vgl. Lerner et al. (2005), S. 2.

²⁸³ Vgl. Fenn et al. (1997), S. 11.

²⁸⁴ Vgl. Gompers (1994), S. 8; vgl. Röchert (2001), S. 3.

²⁸⁵ Vgl. Gompers (1994), S. 8.

²⁸⁶ Vgl. Röchert (2001), S. 3.

²⁸⁷ Vgl. Gompers (1994), S. 8 f.

²⁸⁸ Teilsatz vgl. Frommann und Dahmann (2005), S. 11.

neuen Unternehmen zu fördern. So hat der Kongress im Jahr 1958 den Abschnitt 1244 des ‚Internal Revenue Code‘ verabschiedet, welcher die steuerwirksame Aufrechnung von Verlusten aus Gründungsbeteiligungen mit dem regulären Einkommen erlaubte, sofern der investierte Betrag USD 25,000 ausmachte.²⁸⁹ Ebenso war der ‚Small Business Investment Act‘ aus dem Jahr 1958 eine wesentliche gesetzliche Maßnahme, durch welchen die ‚Small Business Authority‘ (SBA) die Errichtung und das Geschäft sogenannter ‚Small Business Investment Companies‘ (SBICs) regulieren sollte, deren Aktivität im Wesentlichen aus der Finanzierung von jungen Unternehmen bestand.²⁹⁰ Die SBICs erhielten von der Small Business Administration die Zulassung, riskanten Unternehmungen ‚professionell‘ verwaltetes Kapital zur Verfügung zu stellen, und durften dabei über die SBA zusätzliche staatlich besicherte Darlehen (bis zu vier Dollar je investiertem Dollar Eigenkapital²⁹¹) aufnehmen sowie verschiedene steuerliche Vorteile genießen.²⁹² Diese Initiative hatte zunächst zwar den Erfolg von fast 700 gegründeten SBICs in den ersten fünf Jahren, verbunden mit einer deutlichen Steigerung des investierten Gesamtkapitals sowie einer bisher nicht dagewesenen Zuführung von Eigenkapital an kleine und schnell wachsende Unternehmen.²⁹³ Anfang der 60er Jahre waren ca. 75 Prozent der amerikanischen Venture Capital Finanzierungen auf SBICs zurückzuführen, welche in einem recht lebhaften IPO-Markt der 60er Jahre einige erfolgreiche Börsengänge begleiteten.²⁹⁴ Die organisierte Form der Unternehmensfinanzierung mittels Venture Capital etablierte sich als eine anerkannte Branche und mündete 1973 in der Gründung der ‚National Venture Capital Association‘.²⁹⁵ Trotzdem waren die Probleme der Branche damit nicht behoben. Tatsächlich konnten SBICs –anders als die damalige ARD- in den meisten Fällen ihren Unternehmen weder Branchenkenntnisse oder sonstige Informationen bzw. Zugang zu entsprechenden Experten bieten, noch nahmen sie eine besonders aktive Rolle bei der Überwachung der Portfoliounternehmen ein.²⁹⁶ Wegen der Refinanzierung über staatliche Darlehen vergaben SBICs zur Sicherung der

²⁸⁹ Vgl. Naples (1988), S. 285 f.; vgl. Fenn et al. (1997), S. 11.

²⁹⁰ Vgl. Gompers (1994), S. 6 f.; vgl. Fenn et al. (1997), S. 11 f.; vgl. Röchert (2001), S. 3.

²⁹¹ Dies könnte sogar als ein Vorläufer des Fremdkapitalhebels zur Beteiligungsfinanzierung betrachtet werden, obwohl hier eher eine Erhöhung der Investitionssumme und nicht die Renditewirkung des Fremdkapitalhebels (dieser wird Abschnitt 3.4.2.3 behandelt) im Fokus stand.

²⁹² Vgl. Gompers (1994), S. 7; vgl. Fenn et al. (1997), S. 11 f.; vgl. Röchert (2001), S. 3; vgl. Frommann und Dahmann (2005), S. 11 f.

²⁹³ Vgl. Gompers (1994), S. 7; vgl. Fenn et al. (1997), S. 12 f.

²⁹⁴ Vgl. Gompers (1994), S. 7 f.; vgl. Fenn et al. (1997), S. 13.

²⁹⁵ Vgl. Fenn et al. (1997), S. 14.

²⁹⁶ Vgl. Gompers (1994), S. 7; vgl. Leopold und Frommann (1998), S.221; vgl. Röchert (2001), S. 4.

eigenen Zins- und Tilgungszahlungen oftmals nur Kredite statt Eigenkapital, sie attrahierten eher Einzelinvestoren statt institutionelle Anleger, und die öffentlich gehandelten Anteile wurden wegen der Risikoaversion der Anleger oftmals mit einem Abschlag von bis zu 40 Prozent gehandelt –mit der Folge entsprechender Übernahmen und Liquidierungen.²⁹⁷ Diese Umstände führten dazu, dass sich viele SBICs vor allem in stabilen Branchen betätigten, statt echtes Risikokapital zur Verfügung zu stellen.²⁹⁸ Hinzu kam der Umstand, dass die junge Branche unter dem Fehlen von gut ausgebildeten Mitarbeitern sowie wegen der staatlichen Besicherung unter spekulativen Fehlanreizen und einem damit verbundenen schlechten Monitoring der Beteiligungen litt, und schließlich zum Teil von halbseidenen Geschäftspraktiken heimgesucht wurde.²⁹⁹ Davon auszunehmen waren diejenigen SBICs, welche als Töchter von Banken gegründet wurden, damit diese höhere Eigenkapitalanteile an Unternehmen als die bis dato erlaubten fünf Prozent halten konnten: Sie wurden professioneller geführt, nahmen meist keine SBA Darlehen in Anspruch und brachten später gut ausgebildete Venture Capital Experten hervor.³⁰⁰ Die wegen der Risikoanreize aus der staatlichen Besicherung und den laxen Geschäftsgebaren stark aufgebläse- ne IPO-Blase der 60er Jahre platzte nach der ersten Ölkrise 1973/1974: IPO-Aktivitäten lagen nach einem Einbruch um 90 Prozent quasi am Boden, die hart getroffenen Portfoliounternehmen der SBICs konnten ihren Fremdkapitalverpflichtungen nicht nachkommen und die ebenso stark fremdfinanzierten SBICs waren ebenfalls nicht mehr in der Lage, ihren Fremdkapitaldienst zu leisten.³⁰¹ Während im Jahr 1969 noch 548 kleine IPOs unterhalb eines Volumens von USD 5 Mio. durchgeführt wurden, waren dies im Zeitraum von 1973 bis 1975 nur noch 81.³⁰² Als Folge des schwachen IPO-Marktes konnten Venture Capital Gesellschaften ihre Beteiligungen auch nur zu schlechten Preisen veräußern und waren ihrerseits wiederum nicht bereit, sich in neuen Beteiligungen zu engagieren.³⁰³ Die aus all diesen Umständen folgenden Liquidierungen führten zu einem regelrechten Niedergang der SBICs³⁰⁴,

²⁹⁷ Vgl. Gompers (1994), S. 7; vgl. Fenn et al. (1997), S. 12.

²⁹⁸ Vgl. Gompers (1994), S. 7.

²⁹⁹ Vgl. Liles (1977), S. 125 f.; vgl. Gompers (1994), S. 7; vgl. Fenn et al. (1997), S. 12.

³⁰⁰ Vgl. Fenn et al. (1997), S. 12 f.

³⁰¹ Vgl. Gompers (1994), S. 7 f.

³⁰² Vgl. United States / Small Business Administration (1977) und Ibbotson et al. (2005) referenziert in Fenn et al. (1997), S. 14, Fußnote 20.

³⁰³ Vgl. Fenn et al. (1997), S. 14.

³⁰⁴ Teilsatz vgl. Gompers (1994), S. 8.

deren Zahl obendrein beschränkt werden sollte³⁰⁵. Im Jahr 1978 existierten nur mehr ca. 250 davon und im Jahr 1988 machten sie nur noch sieben Prozent der Venture Capital Investitionen im Land aus.³⁰⁶ Außerdem waren die Venture Capital Gesellschaften mit der Leitung ihrer bereits gehaltenen Unternehmen stark eingebunden und es mangelte generell an qualifizierten Start-Up Unternehmern.³⁰⁷ Zuletzt sorgte auch eine Steuererhöhung auf Kapitalerträge, die eventuelle optionsbasierten Gehaltskomponenten traf, für eine reduzierte Attraktivität von Venture Capital Investitionen.

3.3.3 Die Entstehung des Buyout-Geschäfts und der Aufstieg der Private Equity Branche seit den 80er Jahren

In Anlehnung an frühere erfolgreiche Beteiligungen der ARD haben sich gleichzeitig zu der beschriebenen Entwicklung Anfang der 70er Jahre neue Venture Capital Gesellschaften herausgebildet, die von erfahrenen Personen gegründet wurden und die sich deshalb neben der Finanzierungsfunktion wieder verstärkt auf die aktive Unterstützung der Portfoliounternehmen konzentrierten.³⁰⁸ Venture Capital Beteiligungen wurden nur sehr selektiv bei den wirklich vielversprechenden Unternehmensgründungen durchgeführt, die entsprechend außergewöhnliche Jahresrenditen von über 20 Prozent mit sich brachten und somit laut Fenn et al. (1997) die Grundlage für das explosive Wachstum der Beteiligungsbranche in den 80er Jahren gelegt haben.³⁰⁹ Ein Beispiel hierfür ist Don Valentine, der als ‚Schüler‘ des ARD-Gründungsmitglieds Doriot viel Erfahrung mitbrachte und ab dem Jahr 1976 die Gründer von Apple Computer, Steve Jobs und Stephen Wozniak, zusammen mit anderen Venture Capital Partnern finanzierte.³¹⁰ Die Geldgeber beteiligten sich bis zum Börsengang mit insgesamt USD 3,5 Mio. und erzielten beim IPO im Jahr 1980 einen Beteiligungswert von USD 270 Mio.³¹¹ –unbestritten ein überaus erfolgreiches Engagement.

³⁰⁵ Teilsatz vgl. Röchert (2001), S.4.

³⁰⁶ Vgl. Gompers (1994), S. 8.

³⁰⁷ Dieser und nächster Satz vgl. Fenn et al. (1997), S. 14.

³⁰⁸ Vgl. Gompers (1994), S. 8 f.

³⁰⁹ Fenn et al. (1997), S. 15, S. 18.

³¹⁰ Vgl. Gompers (1994), S. 9.

³¹¹ Vgl. Gompers (1994), S. 9.

Auch gab es in der zweiten Hälfte der 70er Jahre einige wesentliche institutionelle Änderungen, in deren Folge sich die Beteiligungsbranche explosionsartig entwickelt hat. Einen großen Beitrag für das Wachstum des Venture Capital Geschäfts nach der Krise in der ersten Hälfte der 70er Jahre wird der zunehmenden Verbreitung der Rechtsform ‚Limited Partnership‘ (LP) zugeschrieben³¹², die heute vorherrschende Rechtsform bei Private Equity Gesellschaften³¹³. Eine Limited Partnership kann als das angelsächsische Pendant zur deutschen ‚GmbH und Co. KG‘ betrachtet werden und ist die heute am weitesten verbreitete Rechtsform von Private Equity Unternehmen.³¹⁴ Zwischen 1969 und 1975 wurden ungefähr 29 Gesellschaften mit dieser Rechtsform gegründet.³¹⁵ Die Limited Partnership bezieht sich auf den jeweils aufgelegten Fond, bei welchem die Kapitalgeber als Limited Partners und die Private Equity Gesellschaft als General Partners agieren.³¹⁶ Wie bei der Kommanditgesellschaft sind die Limited Partners vergleichbar mit den Kommanditisten auf ihre Einlage beschränkt haftbar und die General Partners sind vergleichbar mit dem Komplementär persönliche Vollhafter.³¹⁷ Die Limited Partnership ist also das Beteiligungsvehikel, über das die Investitionen in Zielunternehmen getätigt werden –die General Partners agieren dabei als Berater, die für die Gesellschaft nach außen auftreten und alle Entscheidungen im Rahmen des Geschäftsmodells tätigen.³¹⁸ Während die ARD noch ein öffentlich gehandelter Fond war, entstand bereits im Jahr 1958 mit ‚Draper, Gaither and Anderson‘ die erste Venture Capital Gesellschaft in Form einer Limited Partnership.³¹⁹ Zwar gab es bald darauf verschiedene Nachahmer wie Tommy Davis, Arthur Rock und das frühere ARD Mitglied William Elfers³²⁰, dennoch war diese Gesellschaftsform damals zunächst eine Minderheitserscheinung³²¹. Für institutionelle Anleger fungierten die Limited/ General Partnerships als Intermediär und Träger von Fachwissen für die Betätigung auf dem Private Equity Markt, sie waren die Antwort

³¹² Teilsatz vgl. Fenn et al. (1997), S. 13 f. und S. 18 ff.

³¹³ Vgl. Lerner und Schoar (2002), S. 6; vgl. Blome-Drees und Rang (2006), S. 14; vgl. Axelson et al. (2009), S. 1550; vgl. Metrick und Yasuda (2010), S. 2304.

³¹⁴ Vgl. Eilers und Aleth (2009), S. 8.

³¹⁵ Vgl. Fenn et al. (1997), S. 14.

³¹⁶ Vgl. Graf et al. (2001), S. 38.

³¹⁷ Vgl. Lerner und Schoar (2002), S. 8; vgl. Eilers und Aleth (2009), S. 8. Die Haftungsbeschränkung der Limited Partners gilt, solange diese keine aktive Teilhabe an der Kontrolle des Fonds haben (vgl. Lerner und Schoar (2002), S. 8).

³¹⁸ Vgl. Graf et al. (2001), S. 38; vgl. Kinzius (2011), S. 805.

³¹⁹ Vgl. Lerner et al. (2005), S. 2.

³²⁰ Teilsatz vgl. Fenn et al. (1997), S. 13, Fußnote 14.

³²¹ Teilsatz vgl. Lerner et al. (2005), S. 2.

darauf, wie die Beteiligung der Großinvestoren in der Branche erhöht werden kann.³²² Denn entweder hatten die institutionellen Anleger nicht das Fachwissen, um sich im Private Equity zu betätigen, oder sie konnten dieses nicht entsprechend einsetzen. Ein entscheidender Vorteil der Limited Partnerships war es, die im Private Equity hohen Informationsasymmetrien deutlich abzubauen. Während die Investoren als Kommanditisten lediglich das Kapital zur Verfügung stellten, waren die ‚Investment Manager‘ als Komplementäre damit beschäftigt, Investitionsziele ausfindig zu machen, Investitionsentscheidungen zu fällen, dann die Aktivitäten zu strukturieren und schließlich zu verwalten.³²³ Achleitner et al. (2009a) vermuten, dass Private Equity Gesellschaften aufgrund einer besseren Informationsausstattung den Investoren helfen, unterbewertete Unternehmen ausfindig zu machen.³²⁴ Zusätzlich erlaubte diese Gesellschaftsform eine für die Komplementäre attraktivere Vergütung: In den bisherigen öffentlich gehandelten Gesellschaften war aufgrund des Investment Company Acts von 1940 dem Management der Erhalt von Aktienoptionen oder einer variablen Vergütung untersagt und auch in den privaten SBICs wurden zumeist nur fixe Gehälter bezahlt.³²⁵ Fenn et al. (1997) beschreiben die institutionellen Vorteile der Limited Partnership wie folgt:

*„Partnerships are among the largest and most active shareholders with significant means of both formal and informal control, and thus are able to direct companies to serve the interests of their shareholders. At the same time, partnerships employ organizational and contractual mechanisms that align the interests of the general and limited partners.“*³²⁶

Weitere Änderungen des institutionellen Rahmens kamen wieder von öffentlicher Seite, um die in der zweiten Hälfte der 70er Jahre mit Kapital noch schwach ausgestattete Branche zu fördern.³²⁷ Die Freigabe des Zugangs zu dieser Investitionsform für amerikanische Pensionsfonds im Jahr 1978 entfachte dabei wohl die größte Wirkung. Dies erfolgte durch eine von der einzelnen Investition losgelöste und weiter

³²² Dieser und die nächsten zwei Sätze vgl. Fenn et al. (1997), S. 2.

³²³ Vgl. Fenn et al. (1997), S. 2; vgl. Axelson et al. (2007), S. 2; vgl. Metrick und Yasuda (2010), S. 2304.

³²⁴ Vgl. Achleitner et al. (2009a), S. 24.

³²⁵ Vgl. Fenn et al. (1997), S. 13.

³²⁶ Fenn et al. (1997), S. 2.

³²⁷ Dieser und nächster Satz vgl. Fenn et al. (1997) S. 16.

gefasste Auslegung der erlaubten Investitionsmöglichkeiten im Rahmen der ‚Prudent Man‘ Vorschrift des ‚Employee Retirement Income Security Act‘ (ERISA)³²⁸, sofern durch die eingegangenen Investitionen das Portfolio nicht als Ganzes gefährdet wird.³²⁹ Die neue Vorgabe erlaubte Pensionsfonds, fortan bis zu zehn Prozent ihres Kapitals in entsprechende Fonds zu investieren.³³⁰ Somit wurde dem Umstand Rechnung getragen, dass eine für sich betrachtete riskante Investition im Portfolio-Kontext eine risikosenkende Wirkung haben kann (siehe auch Abschnitt 3.4.1.2).³³¹

Daneben wurde die Kapitalertragssteuer in den Jahren 1978 und 1981 in mehreren Schritten auf 20 Prozent hinunter mehr als halbiert.³³² Weiterhin konnte durch eine geschickte juristische Definition der Rolle der Venture Capital Fondsmanager sowie der rechtlichen Behandlung der Aktivitäten ihrer Gesellschaften auch eine gesetzliche Einschränkung der attraktiven variablen Vergütung am Investitionserfolg verhindert werden. Gompers (1994) schreibt der Senkung der Kapitalertragssteuer jedoch eine nicht so große Bedeutung bei der Stimulierung der Beteiligungsbranche zu, schließlich kommt das meiste Geld von institutionellen Anlegern, die von dieser Steuer gar nicht betroffen sind.³³³

Diese regulatorischen Maßnahmen trugen dazu bei, dass allein in der ersten Hälfte von 1979 mit USD 50 Mio. zehn Mal so viel Kapital an Venture Capital Gesellschaften geflossen ist als in den jeweiligen Kalenderjahren 1976 bis 1978, und führten schließlich zu einer regelrecht rasant steigenden Kapitalzufuhr -vor allem an Limited Partnerships- in den 80er Jahren.³³⁴ Die rasant steigende Kapitalausstattung von Venture Capital ging einher mit einem wieder stark aktiven IPO Markt.³³⁵ Dementsprechend wuchs das im organisierten Private Equity Markt verwaltete Kapital von USD 4,7 Milliarden im Jahr 1980 auf USD 175 Milliarden im Jahr 1995 an, wobei der Anteil von Limited Partnerships von gut 40 Prozent auf über 80 Prozent gestiegen

³²⁸ Vgl. Gompers (1994), S. 2; vgl. Bader (1996), S. 114; vgl. Röchert (2001), S. 5. Dabei handelt es sich um die Vorgaben für umsichtige kaufmännische Überlegungen bei der Wahl der Investitionsform (vgl. Bader (1996), S. 114).

³²⁹ Vgl. Bader (1996), S. 114; vgl. Fenn et al. (1997), S. 16.

³³⁰ Vgl. Gompers (1994), S. 2.

³³¹ Vgl. Bader (1996), S.114.

³³² Dieser und nächster Satz vgl. Fenn et al. (1997), S. 16 f.; vgl. Leopold und Frommann (1998), S. 222 f.; vgl. Röchert (2001), S. 4 f.

³³³ Vgl. Gompers (1994), S. 10 ff.

³³⁴ Vgl. Fenn et al. (1997), S. 16, S. 18.

³³⁵ Vgl. Fenn et al. (1997), S. 18.

war.³³⁶ In dieser Phase war Private Equity der am stärksten wachsende Corporate Finance Markt.³³⁷ Dies war das Ergebnis einer explodierenden Kapitalzufuhr in die Branche bis 1987, welche ab diesem Zeitpunkt einen zyklischeren Verlauf annahm.³³⁸ Dieses Wachstum ist nicht nur auf die Finanzierung junger Unternehmen im Bereich des Venture Capital zurückzuführen. Zwar wuchs das im Venture Capital investierte Volumen im genannten Zeitraum von ca. USD 3 Milliarden auf knapp über USD 44 Milliarden an³³⁹, was einer durchschnittlichen Wachstumsrate von jährlich immerhin knapp 20 Prozent entspricht. Der maßgebliche Treiber hinter diesem Wachstum war jedoch das mit hohem Wertsteigerungspotential behaftete Buyout-Geschäft, welches mit einer Entwicklung des Investitionsvolumens von USD 1,7 Milliarden im Jahr 1980 auf USD 132 Milliarden im Jahr 1995³⁴⁰ in den 80er Jahren seine Sternstunde erlebte. Die vorwiegende Form des Buyout ist der sog. ‚Leveraged Buyout‘ (LBO) (vgl. dazu Abschnitt 3.4.3).³⁴¹ Damit einhergehend wurden seit den 80er Jahren durch Private Equity Gesellschaften auch ‚Public to Private‘ Transaktionen aufgenommen.³⁴² Die Forschung zeigt, dass hier vor allem auf dem Markt unterbewertete Unternehmen im Rahmen so einer Transaktion von der Börse genommen wurden.³⁴³

Das Beteiligungsgeschäft an bestehenden Unternehmen stieg schon während der 70er Jahre leicht an, vor allem wegen der fehlenden Investitionsmöglichkeiten in Neugründungen.³⁴⁴ Trotzdem beschränkten sich vor den 80er Jahren die Buyout-Aktivitäten lediglich auf einzelne Venture Capital Gesellschaften und informelle Investorengruppen rund um Investmentbanken und anderen Agenten³⁴⁵, weshalb der eigentliche Beginn dieses Geschäftsmodells zeitlich den 80er Jahren zugeschrieben

³³⁶ Vgl. Fenn et al. (1997), S. 2 f.

³³⁷ Vgl. Fenn et al. (1995), S. 1.

³³⁸ Vgl. Fenn et al. (1997), S. 18.

³³⁹ Teilsatz vgl. Fenn et al. (1997), S. 3 und S. 18.

³⁴⁰ Teilsatz vgl. Fenn et al. (1997), S. 3, S. 18; vgl. Eilers und Aleth (2009), S. 3.

³⁴¹ Vgl. Jensen (1989, überarbeitet 1997), S. 2.

³⁴² Vgl. Achleitner et al. (2009a), S. 2.

³⁴³ Vgl. Maupin et al. (1984), Weir et al. (2005); vgl. Achleitner et al. (2009a), S. 10. So haben Andres et al. (2007) in einer empirischen Untersuchung von 115 europäischer Public-to-Private-LBOs herausgefunden, dass die Gewinne der Aktionäre durch die LBO-Ankündigung im Schnitt bei gut 24 Prozent liegen, und in Fällen von schwacher Überwachung durch Aktionäre, Agency-Konflikten bzw. Marktineffizienzen besonders hoch ausfallen. Auch Renneboog et al. (2007) kommen zu dem Schluss, dass Unterbewertung, steuerliche Themen und Neugestaltung der Anreizstruktur die Haupttreiber für Aktionärgewinne sind.

³⁴⁴ Vgl. Fenn et al. (1995), S. 15.

³⁴⁵ Teilsatz vgl. Fenn et al. (1997), S. 15.

wird³⁴⁶, welches seitdem ein bedeutendes Wachstum gezeigt hat³⁴⁷. So betrug das Buyout-Volumen im Jahr 1979 USD 1,4 Mrd., im Jahr 1983 bereits USD 16,2 Mrd. und im Jahr 1988 USD 77 Mrd., und gleichzeitig stieg das durchschnittliche Transaktionsvolumen von USD 5,4 Mio. im Jahr 1979 auf USD 181,3 Mio. im Jahr 1989.³⁴⁸ In dieser Zeit basierte die Identifikation der Investitionsmöglichkeiten durch die bis dato wenigen Buyout Gesellschaften auf persönlichen Kontakten zu wichtigen Führungskräften der jeweiligen Branchen sowie zu verschiedenen Intermediären.³⁴⁹ Mittlerweile ist der Großteil des von Private Equity Gesellschaften eingesammelten Kapitals dem Buyout zuzuordnen.³⁵⁰

Die Haupttreiber für die Entwicklung des Buyout-Geschäfts waren institutionelle Anleger, wie sowohl Gompers (1994) als auch Fenn et al. (1997) argumentieren.³⁵¹ Die kurzfristig getriebenen Berichtsintervalle der Pensionsfonds standen in einem starken Gegensatz zu den Charakteristika des bisherigen Venture Capital Geschäftsmodells.³⁵² Erträge aus den Beteiligungen in Unternehmensgründungen fließen im Schnitt nach fünf bis zehn Jahren, sie sind ex ante nicht absehbar geschweige denn präzise bewertbar, während erfolglose Engagements unmittelbar abgeschrieben werden. Weil Pensionsfondsmanager jedes Jahr gute Zahlen vorlegen mussten, erhöhten sie den Druck auf die Gesellschaften, die Gewinne früher zu realisieren.³⁵³ Nachdem Buyouts bereits deutlich früher sichtbare Renditen einbringen³⁵⁴, führte der veränderte Fokus auch dazu, dass neben dem Aufstieg der Buyout-Funds auch Venture Capital Gesellschaften ihre Aktivitäten weg von den unmittelbaren Neugründungen hin zu kurzfristigeren ‚Later Stage‘ Investitionen gelenkt haben³⁵⁵. Zusätzlich waren für Pensionsfonds die im Vergleich zum Venture Capital deutlich größeren Fonds und Beteiligungsvolumina des Buyout von höherer Attraktivität.³⁵⁶ Die Skaleneffekte aus der Größe von Buyout Funds führen laut Metrick und Yasuda (2010) dazu, dass auch die General Partners ein höheres Einnahmepotential haben –auch

³⁴⁶ Teilsatz vgl. Blome-Drees und Rang (2006), S. 25; vgl. Kaplan und Strömberg (2009), S.121.

³⁴⁷ Teilsatz vgl. Ivashina und Kovner (2011), S. 2463.

³⁴⁸ Vgl. Jensen (1989, überarbeitet 1997), S. 4, Tabelle 1.

³⁴⁹ Vgl. Cao und Lerner (2009), S. 140.

³⁵⁰ Vgl. Axelson et al. (2010), S. 31.

³⁵¹ Vgl. Gompers (1994), S. 16-18; vgl. Fenn et al. (1997), S. 3.

³⁵² Dieser und nächster Satz vgl. Gompers (1994), S. 16 f.

³⁵³ Vgl. Gompers (1994), S. 17.

³⁵⁴ Teilsatz vgl. Gompers (1994), S. 17.

³⁵⁵ Teilsatz vgl. Gompers (1994), S. 16 f.; vgl. Fenn et al. (1997), S. 23.

³⁵⁶ Vgl. Fenn et al. (1997), S. 24.

wenn sie gegenüber dem Venture Capital je verwaltetem Dollar weniger einnehmen.³⁵⁷ Während 1980 Venture Capital noch ca. 64 Prozent des Kapitals verwaltete, machte der ‚Non-Venture‘ Bereich im Jahr 1995 bereits knapp 75 Prozent des zugesicherten Kapitals aus.³⁵⁸ Folglich nahm die durchschnittliche Fondsgröße stetig zu.³⁵⁹ Besonders prominent waren in jener Zeit die Beteiligungsgesellschaften Kohlberg, Kravis & Roberts (KKR) oder Blackstone. Der Höhepunkt dieser ersten LBO-Welle der 80er Jahre wird in dem Kauf von RJR Nabisco durch KKR im Jahr 1988 gesehen³⁶⁰, mit einem Transaktionsvolumen von ungefähr USD 25 Milliarden bei einem Eigenkapitalanteil von ungefähr nur USD 1,5 Milliarden³⁶¹. Private Equity Fonds finanzierten ihre Beteiligungen in einem hohen Ausmaß, oftmals sogar über Junk Bonds.³⁶² Doch waren die Trends aus den 80er Jahren nicht ungefährlich. Einhergehend mit dieser Entwicklung wuchs die Zahl von Fonds entsprechend mit, die das viele Kapital zu investieren versuchten.³⁶³ Die neuen Teilnehmer unter ihnen mussten kurzfristig schnelle Ergebnisse liefern, um sich eine entsprechende Reputation bei den Investoren aufzubauen. Der entstehende Wettbewerb der Private Equity Fonds um Investitionsmöglichkeiten erhöhte die Kaufpreise und drückte damit auf die Renditen.³⁶⁴ Unter dem allgemeinen Druck der Kurzfristigkeit wurden viele Beteiligungen zu teuer gekauft oder unvorteilhaft zu früh verkauft, dem vielen zur Verfügung stehenden Kapital standen zu wenige objektiv gute Investitionsmöglichkeiten gegenüber, was zu überhöhten Preisen und der Hinzunahme weniger vorteilhafter Projekte in die Portfolios mit sich brachte.³⁶⁵ Gompers und Lerner (2001) weisen z.B. auf einen direkten Zusammenhang zwischen der Menge an Kapital und dem Renditeverfall bei gegebener Anzahl an Investitionsmöglichkeiten hin.³⁶⁶ Dies ist nicht nur durch ein Ausweichen auf Beteiligungen mit niedrigerer Rendite zu be-

³⁵⁷ Vgl. Metrick und Yasuda (2010), S. 2333 f.

³⁵⁸ Vgl. Fenn et al. (1997), S. 3 (Abbildung 1).

³⁵⁹ Vgl. Röchert (2001), S. 6.

³⁶⁰ Teilsatz vgl. Kaplan und Strömberg (2009), S. 122.

³⁶¹ Teilsatz vgl. DeMott (1989), S. 1.

³⁶² Vgl. Kaplan und Strömberg (2009), S. 121.

³⁶³ Dieser und nächster Satz vgl. Gompers (1994), S. 19.

³⁶⁴ Vgl. Cao und Lerner (2009), S. 140 f. Ein risikofreudigeres Investitionsverhalten zum Reputationsaufbau sowie sinkende Renditen unter größerem Wettbewerb von PE-Gesellschaften wurde von Ljungqvist et al. (2008) anhand von Daten seit den 80er Jahren bis 2008 nachgewiesen.

³⁶⁵ Vgl. Gompers (1994), S. 18 f.; vgl. Gompers und Lerner (2000), S. 321 (hier haben die Autoren einen positiven Zusammenhang zwischen dem Zustrom an Kapital in Private Equity mit der Preisentwicklung für die Beteiligungen untersucht und bestätigt).

³⁶⁶ Vgl. Gompers und Lerner (2001) S. 157.

gründen³⁶⁷, sondern auch durch höhere Kaufpreise, die laut Gompers und Lerner (2000) mit steigendem Investitionskapital einhergehen³⁶⁸. Darüber hinaus argumentieren Urweyler und Wilde (2001), dass bei einer sehr hohen Kapitalverfügbarkeit auch unerfahrene Private Equity Manager verstärkt an Investitionen herankommen, was wiederum die Rendite drückt.³⁶⁹ Die begleitenden Exzesse aus der Fremdkapitalfinanzierung der Beteiligungen mit Junk Bonds führten zu einer hohen Risikoposition auf den Finanzmärkten. Die Folge hieraus waren ein kontinuierlicher Verfall der Renditen seit Mitte der 80er Jahre³⁷⁰, der Einbruch des Junk Bond Markts und ein Rückgang der Kapitalzufuhr ins PE im Zuge des Börsencrashes im Jahr 1987 und der Rezession Anfang der 90er Jahre sowie ein fast gänzlicher Einbruch der LBO Aktivität bei börsennotierten Unternehmen³⁷¹. Dieser Dämpfer war allerdings nur vorübergehend. Begleitet von weiteren regulatorischen Anreizen wie der Steuersenkung auf Gewinne aus dem Verkauf von ‚Qualified Small Business Stocks‘³⁷², fing die Private Equity Branche schon 1992 wieder an, ihr Wachstum vor allem mit Buyouts von nicht börsennotierten Unternehmen fortzusetzen und konnte sich somit bis heute zu einer wichtigen Kapitalquelle für Unternehmen sowie zu einem wichtigen Motor für Innovation und Effizienz in der Volkswirtschaft entwickeln³⁷³. Dabei zeigt gerade das fremdfinanzierte Buyout-Geschäft einen prozyklischen Verlauf.³⁷⁴ In den Jahren 2006 und 2007 konnte die Private Equity Branche -nach einer Unterbrechung im Zuge des Platzens der Dot-Com-Blase im Jahr 2001³⁷⁵- neue Rekorde in der Kapitalzufuhr verzeichnen –sowohl in absoluten Zahlen als auch relativ zu den Börsen.³⁷⁶ So machten beispielsweise Buyout-Transaktionen ungefähr ein Viertel der weltweiten M&A-Transaktionen aus.³⁷⁷ Im Zeitraum von 2001 bis 2007 betrug das LBO-Volumen USD 2,7 Billionen von insgesamt USD 3,7 Billionen seit 1970 und von 2004

³⁶⁷ Teilsatz vgl. Urweyler und Wilde (2001), S. 207 f.

³⁶⁸ Teilsatz vgl. Gompers und Lerner (2001), S. 157 f. Auf die Arbeit von Gompers und Lerner (2000) wird auch bei Urweyler und Wilde (2001) hingewiesen (vgl. Urweyler und Wilde (2001), S. 207 f).

³⁶⁹ Vgl. Urweyler und Wilde (2001), S. 208.

³⁷⁰ Teilsatz vgl. Gompers (1994), S. 21.

³⁷¹ Teilsatz vgl. Fenn et al. (1997), S. 24; vgl. Röchert (2001), S. 5; vgl. Kaplan und Strömberg (2009), S. 122; vgl. Guo et al. (2011), S. 479.

³⁷² Teilsatz vgl. Röchert (2001), S. 5. Die Gewinne waren sogar steuerfrei, sofern sie wieder in derartige Unternehmungen reinvestiert wurden (vgl. Röchert (2001), S. 5 f.).

³⁷³ Teilsatz vgl. Frommann und Dahmann (2005); vgl. Kaplan und Strömberg (2009), S. 122.

³⁷⁴ Vgl. Axelson et al. (2010), S. 2.

³⁷⁵ Nach dem Platzen der DotCom-Blase anfang der Jahrtausendwende brach die Emissionstätigkeit massiv ein (vgl. Ivanova und Rossitza (2001), S. 179).

³⁷⁶ Vgl. Kaplan und Strömberg (2009), S. (2); vgl. Axelson et al. (2010), S. 2; vgl. Guo et al. (2011), S. 479.

³⁷⁷ Vgl. Metrick und Yasuda (2010), S. 2303.

bis 2007 fanden 40 Prozent der knapp 21.400 LBOs seit 1970 statt.³⁷⁸ Auch die letzte Finanzkrise mit Beginn im Jahr 2008 hat die Private Equity Branche stark getroffen³⁷⁹, dieses Mal auf drei Ebenen: Der restriktive Kreditmarkt mit steigenden Zinsen für Buyout-Kredite³⁸⁰ und die damit verbundenen Schwierigkeiten bei der Finanzierung der Deals, ein erneut schlechtes Umfeld für Börsengänge auf einem lahmenden Kapitalmarkt sowie eine gedämpfte Realwirtschaft mit den entsprechend niedrigen Wachstumsperspektiven für die potentiellen Portfoliounternehmen. Vor allem diese Krise wird einen verstärkten Wandel des Geschäftsmodells von Private Equity Gesellschaften zur Folge haben –niedrigere Verschuldungsgrade³⁸¹, eine verstärkte Bedeutung von operativ getriebenen Wertsteigerungspotentialen bei Portfoliounternehmen und damit verbunden eine nachhaltigere Investitionsperspektive werden kritisch für den weiteren Erfolg der Branche sein.³⁸²

3.3.4 Die Entstehung des Private Equity in Deutschland

In Deutschland waren sogenannte Kapitalbeteiligungsgesellschaften die Vorläufer der Venture Capital Gesellschaften, welche ab 1965 und in den 70er Jahren von privaten sowie industriellen Investoren und von Kreditinstituten gegründet wurden, um kleinen und mittleren Unternehmen Eigenkapital zur Wachstumsfinanzierung zur Verfügung zu stellen.³⁸³ Von den damals gegründeten Gesellschaften gibt es heute nur noch wenige von Bedeutung, da auch hierzulande die Anfänge mangels Erfahrung als beschwerlich zu bezeichnen sind.³⁸⁴ Wie in den Vereinigten Staaten hat in Deutschland der Staat ebenfalls entsprechende Maßnahmen ergriffen, um das Beteiligungsgeschäft zu fördern. So wurde im Jahr 1970 das ERP Beteiligungsprogramm, also aus den Mitteln des Europäischen Wiederaufbauprogramms (ERP)³⁸⁵, aufgesetzt, durch welche die Beteiligungsfinanzierung in kleine und mittlere Unter-

³⁷⁸ Vgl. Strömberg (2007), S. 4.

³⁷⁹ Teilsatz vgl. Kinzius (2011), S. 804.

³⁸⁰ Teilsatz vgl. Kaplan und Strömberg (2009), S. 24.

³⁸¹ Teilsatz vgl. Kinzius (2011), S. 804.

³⁸² Vgl. Kaplan und Strömberg (2009), S. 24; vgl. Lauszus und Hock (2011), S. 503.

³⁸³ Vgl. Schefczyk (2000), S. 7; vgl. Leopold et al. (2003), S. 42 ff.; vgl. Frommann und Dahmann (2005), S. 12.

³⁸⁴ Vgl. Frommann und Dahmann (2005), S. 12.

³⁸⁵ Teilsatz vgl. Lang (1998), S. 152. ERP steht für ‚European Recovery Program‘ (vgl. ebd, S. 177).

nehmen stimuliert werden sollte, indem von Seiten des Staates vergünstigte Finanzierungen angeboten und Verlustrisiken reduziert werden.³⁸⁶ Umfassende Einschränkungen wie z.B. eine Beteiligungsbeschränkung auf zehn Jahre und andere formelle Bedingungen führten zu einem geringen Gebrauch dieses Programms durch private Beteiligungsgesellschaften. Ebenso wenig hilfreich für die Verbesserung der Eigenkapitalausstattung der Unternehmen war das ‚Eigenkapitalhilfe-Programm zur Förderung selbständiger Existenzen‘, welches eine Darlehensfinanzierung über die Deutsche Ausgleichsbank vorsah.³⁸⁷ Insgesamt entwickelte sich die deutsche Beteiligungsbranche nur schleppend, und im Vergleich zu den Vereinigten Staaten gab es in Deutschland wegen der Kriegsfolgen nicht diesen Umfang an privatem Kapital und aufgrund einer weitestgehend staatlich basierten Altersvorsorge kaum Pensionsfonds, die nach Anlagemöglichkeiten für ihre hohen Kapitalsummen Ausschau hielten.³⁸⁸ Schließlich entstand auf Initiative von 27 Kreditinstituten die ‚Deutsche Wagnisfinanzierungs-Gesellschaft mbH‘ (WFG), die mit Venture-Capital Finanzierung in Frühphasen-Unternehmen aktiv werden sollte und mit einer staatlichen Risikobesicherung von DM 50 Mio. für die ersten 15 Jahre ihrer Aktivitäten ausgestattet war.³⁸⁹ Wenngleich die WFG auch wegen mangelnder Erfahrung mit Venture Capital keine großen Erfolge vorweisen konnte, wird ihr trotzdem eine bedeutende Rolle als Grundstein für das Venture Capital in Deutschland zugesprochen³⁹⁰, welches sich erst ab den 80er Jahren in Europa und Deutschland in der Form des amerikanischen Modells etablierte³⁹¹. Auch hier hatten viele anfängliche Gesellschaften, die für ihre Fonds gezielt Kapital zur Investition in Early Stage Beteiligungen einsammelten, starke Anfangsschwierigkeiten, die unter anderem auf das Klima sowie kulturelle³⁹² und institutionelle Faktoren zurückzuführen sind.³⁹³ Die zunächst wenigen erfolgreichen Marktteilnehmer³⁹⁴ konnten allerdings an der starken

³⁸⁶ Dieser und nächster Satz vgl. Röchert (2001), S. 10; vgl. Frommann und Dahmann (2005), S. 12.

³⁸⁷ Vgl. Röchert (2001), S. 10.

³⁸⁸ Vgl. Röchert (2001), S. 10f.; vgl. Diller (2007), S. 56.

³⁸⁹ Vgl. Mayer und Müller (1991), S. 42 ff.; vgl. Röchert (2001), S. 11; vgl. Frommann und Dahmann (2005), S. 12.

³⁹⁰ Teilsatz vgl. Leopold und Frommann (1998), S. 61; vgl. Röchert (2001), S. 11.

³⁹¹ Teilsatz vgl. Frommann und Dahmann (2005), S. 12.

³⁹² Zu den kulturellen Faktoren gehören beispielsweise eine höhere Risikoaversion oder reduzierte Bereitschaft der Unternehmer, Mitspracherechte abzugeben (vgl. Leopold und Frommann (1998), S. 39f., S. 96; vgl. Röchert (2001), S. 14).

³⁹³ Vgl. Frommann und Dahmann (2005), S. 12 f.

³⁹⁴ Teilsatz vgl. Frommann und Dahmann (2005), S. 13.

Entwicklung im Laufe der 80er Jahre³⁹⁵ teilhaben. Über die Zeit wurden sowohl von inländischen als auch ausländischen Teilnehmern ‚richtige‘ Venture Capital Gesellschaften gegründet, die sich von den bisherigen Kapitalbeteiligungsgesellschaften klar abgrenzten.³⁹⁶ Zu diesen zählen „Atlas Venture GmbH, Baring Venture Partners, Citicorp, 3i Deutschland, Matuschka oder Suez Finanzberatung“³⁹⁷. Ebenso entstand 1989 aus den beiden Interessensverbänden ‚Deutscher Venture Capital Verband‘ (DVCV) und Bundesverband deutscher Beteiligungsgesellschaften (BVK) der einheitliche BVK, der bis heute existiert.³⁹⁸ Begleitet von einigen mehr oder weniger erfolgreichen gesetzlichen Änderungen³⁹⁹ hat der deutsche Beteiligungsmarkt ab der zweiten Hälfte der 80er Jahre bis in die jüngere Vergangenheit, mit Ausnahme von Konsolidierungsphasen Anfang der 90er und nach 2001, ein beachtliches Wachstum erzielt, das mit Spezialisierungen von Beteiligungsfonds sowie einem Buyout Boom ab Mitte der 90er Jahre einherging⁴⁰⁰. Vor allem seit der Jahrtausendwende ist das Portfoliovolumen in Deutschland massiv gestiegen.⁴⁰¹ Vor dem Platzen der Dot-Com Blase im Jahr 2001 hatte das Venture Capital –gestützt von einem allgemeinen Boom auf den ‚Neuen Märkten‘⁴⁰²– in Deutschland eine Rekordhöhe erreicht, seither dominiert auch hierzulande das Buyout-Segment den Private Equity Markt.⁴⁰³ Achleitner et al. (2008) führen mit Verweis auf Zahlen des BVK auf, dass „*das aggregierte Eigentum von Private Equity Gesellschaften an deutschen Unternehmen von 1996 bis 2006 um durchschnittlich 24.8 Prozent [wuchs, Anm. d. Verf.], und erreichte im Jahr 2006 einen Wert von 23,1 Mrd. Euro*“⁴⁰⁴. Mit dem Wachstum einhergehend hat die Beteiligungsbranche in Deutschland eine immer stärkere volkswirtschaftliche Bedeutung errungen, wie diverse Studien belegen.⁴⁰⁵

³⁹⁵ Teilsatz vgl. Röchert (2001), S. 12.

³⁹⁶ Vgl. Leopold und Frommann (1998), S. 66; vgl. Röchert (2001), S. 12.

³⁹⁷ Röchert (2001), S. 12.

³⁹⁸ Vgl. Röchert (2001), S. 13.

³⁹⁹ Teilsatz vgl. Röchert (2001), S. 12-17.

⁴⁰⁰ Teilsatz vgl. Frommann und Dahmann (2005), S. 13 f., S. 14 (Abbildung 8).

⁴⁰¹ Vgl. Frommann und Dahmann (2005), S. 13 (Abbildung 7).

⁴⁰² Teilsatz vgl. Röchert (2001), S. 16.

⁴⁰³ Vgl. Frommann und Dahmann (2005), S. 14.

⁴⁰⁴ Achleitner et al. (2008), S. 9.

⁴⁰⁵ Vgl. Frommann und Dahmann (2005), S. 14; vgl. Achleitner et al. (2008), S. 9. Auf Studien (DIW, BVK, Bundesbank/ EZB) verweisen.

3.4 Das Geschäftsmodell von Private Equity Gesellschaften

Die bisherigen Ausführungen deuten bereits an, dass Private Equity Gesellschaften ihr Geld und dasjenige für ihre Kapitalgeber damit verdienen, eine erworbene Beteiligung nach der Durchführung von unternehmenswertsteigernden Maßnahmen während der Halteperiode zu einem höheren Preis wieder zu verkaufen, und das im Sinne der Renditemaximierung.⁴⁰⁶ Darüber hinaus profitieren sie von eventuellen Zahlungsströmen aus der Beteiligung während der Halteperiode.⁴⁰⁷ Private Equity Gesellschaften nehmen damit die Funktion eines Intermediärs zwischen den Geldgebern und den zu finanzierenden Unternehmen ein.⁴⁰⁸ Achleitner et al. (2008) beschreiben die Aktivitäten von Private Equity Gesellschaften wie folgt:

„Private-Equity-Gesellschaften sind Finanzintermediäre, die Beteiligungskapital von vermögenden Privatpersonen, Stiftungen oder institutionellen Investoren in Fonds bündeln und in privat gehaltene Portfolio-Unternehmen investieren. Private-Equity-Gesellschaften gehören der Gruppe der Finanzinvestoren an, da sie ausschließlich finanzielle Ziele verfolgen.“⁴⁰⁹

Um dieses Geschäftsmodell betreiben zu können, benötigen die Private Equity Gesellschaften also wiederum selbst eine entsprechende Kapitalausstattung. Die Bezeichnung ‚Private Equity Fund‘ (oder Fonds) deutet bereits darauf hin, dass das Beteiligungskapital von Investoren zu einem Fonds eingesammelt wird. Dessen Mittel werden je nach Investitionsstrategie und definiertem Risiko in einer oder mehreren vordefinierten Branchen, Regionen und in junge bzw. etablierte Unternehmen investiert.⁴¹⁰ Die Bandbreite der Kapitalgeber reicht von institutionellen Großinvestoren (z.B. Banken, Versicherungen und Pensionsfonds) bis hin zu vermögenden Privatpersonen.⁴¹¹ Für den aufgesetzten Fonds wird eine bestimmte Laufzeit von meist

⁴⁰⁶ Vgl. Blum (1997), S. 33; vgl. Brebeck et al. (2005), S. 86; vgl. Frommann und Dahmann (2005), S. 6; vgl. Diller (2007), S. 14; vgl. Eilers und Aleth (2009), S. 491 f.

⁴⁰⁷ Vgl. Frommann und Dahmann (2005), S. 6. Die Autoren weisen im weiteren Verlauf darauf hin, dass den Beteiligungsunternehmen während der Halteperiode generell keine Liquidität entzogen wird (vgl. Ebd., S. 8) – dies ist jedoch vor dem Hintergrund der tatsächlichen Geschäftspraxis sicherlich strittig.

⁴⁰⁸ Vgl. Achleitner et al. (2008), S. 11.

⁴⁰⁹ Achleitner et al. (2008), S. 11.

⁴¹⁰ Vgl. Kraft (2001a), S. 7 f.

⁴¹¹ Vgl. Betsch et al. (2000), S. 316; vgl. Kraft (2001a), S. 6.

zehn Jahren vorgegeben, wodurch die Halteperiode der gekauften Unternehmen limitiert wird.⁴¹² Die Private Equity Gesellschaft erwirtschaftet hierbei in der Regel zum einen den auf das Kapitalvolumen erhobenen Verwaltungskostensatz/ Provision (‘Management-Fee’) sowie eine entsprechende Beteiligung am durch die Investitionen erwirtschafteten Ertrag, auch ‘Carried Interest’ oder ‘Carry’ genannt.⁴¹³ Die Management-Fee beträgt typischerweise ein bis drei Prozent des eingezahlten Kapitals.⁴¹⁴ Die Gewinnbeteiligung liegt normalerweise bei 20 Prozent des Gewinns und wird damit an demjenigen Betrag gemessen, der nach Rückzahlung des ursprünglich einbezahlten Kapitals, der Mindestverzinsung und der Managementgebühr übrig bleibt.⁴¹⁵ Zusätzlich verdienen Private Equity Gesellschaften an Transaktions- und Beratungs- bzw. Monitoring-Gebühren.⁴¹⁶ Gemäß den Ergebnissen von Phalippou und Gottschalg (2009) sowie Metrick und Yasuda (2010) beläuft sich der Anteil der fixen Verdienstkompenten der Private Equity Gesellschaften auf etwa zwei Drittel, während etwa ein Drittel auf die variablen Elemente zurückzuführen ist.⁴¹⁷ Je nach Private Equity Gesellschaft beginnt die Partizipation an der Gewinnbeteiligung auf unterschiedlichen Hierarchiestufen der Mitarbeiter.

Zusammenfassend lässt sich das Geschäftsmodell von Private Equity Gesellschaften in folgender Wertschöpfungskette darstellen, deren Schritte in den anschließenden Teilabschnitten näher beschrieben werden (Abbildung 3):

⁴¹² Vgl. Graf et al. (2001), S. 34; vgl. Metrick und Yasuda (2010), S. 2304. Meist handelt es sich um sog. ‘Closed End Funds’, also Fonds, deren Laufzeit vorgegeben ist und die unter bestimmten vertraglich vereinbarten Umständen auf bis zu dreizehn oder vierzehn Jahre verlängert werden kann (vgl. Phalippou und Gottschalg (2009), S. 1747; vgl. Kaplan und Strömberg (2009), S. 123; vgl. Cumming und Walz (2010), S. 6).

⁴¹³ Vgl. Betsch et al. (2000), S. 316; vgl. Blome-Drees und Rang (2006), S. 15; vgl. Grote (2007), S. 6; vgl. Schäfer und Fischer (2008), S. 9 f.; vgl. Kinzius (2011), S. 806.

⁴¹⁴ Die Managementgebühr beträgt laut Gompers und Lerner (1999a) 1 bis 3 Prozent (vgl. Gompers und Lerner (1999a), S. 6), laut Blome-Drees und Rang (2006) ca. 1 bis 1.5 Prozent des eingesammelten Kapitals (vgl. Blome-Drees und Rang (2006), S. 15) laut Grote (2007) liegt sie bei 2 Prozent (vgl. Grote (2007), S. 6). Metrick und Yasuda (2010) zeigen anhand ihrer Daten ebenfalls auf, dass der Verwaltungskostensatz in den meisten Fällen bis zu 2 Prozent des verwalteten Kapital beträgt (vgl. Metrick und Yasuda (2010), S. 2311, Tabelle 2); vgl. Kinzius (2011), S. 806.

⁴¹⁵ Vgl. Gompers und Lerner (1999a), S. 6; vgl. Axelson et al. (2007), S. 26; vgl. Schäfer und Fischer (2008), S. 31; vgl. Metrick und Yasuda (2010), S. 2311, Tabelle 2. Schäfer und Fischer (2008) führen auf, dass die Mindestverzinsung meist zwischen sechs und acht Prozent liegt (vgl. Schäfer und Fischer (2008), S. 1).

⁴¹⁶ Vgl. Metrick und Yasuda (2010), S. 2303, S. 2313.

⁴¹⁷ Vgl. Phalippou und Gottschalg (2009), S. 1749; vgl. Metrick und Yasuda (2010), S. 2327 ff. Die Verdienstmöglichkeiten pro Person ist im Buyout deutlich höher als im Venture Capital, wie die Autoren anhand ihres Datensatzes herausgefunden haben. Obwohl die Einnahmen je verwalteten Dollar im Venture Capital höher sind, wird dies im Buyout gemäß der Studie durch die bessere Skalierbarkeit durch größere Fondsvolumina – vor allem mit zunehmender Erfahrung der Buyout-Vertreter – überkompensiert.



Abbildung 3: Wertschöpfungskette im Private Equity.⁴¹⁸

3.4.1 Die Kapitalbeschaffung im Private Equity

Die Kapitalbeschaffung stellt den ersten Schritt in der Wertschöpfungskette der Private Equity Gesellschaften dar. Hierbei wird das Kapital für bestimmte Fonds eingesammelt, die nach einer vordefinierten Investitionsstrategie eingesetzt werden sollen⁴¹⁹. Typischerweise definiert sich die Investitionsstrategie z.B. aus vorgegebenen Zielbranchen, Unternehmensgröße, Geographie und Risikoaspekten.⁴²⁰ Erfolgreiche Private Equity Gesellschaften bringen alle drei bis fünf Jahre einen neuen Fonds auf den Markt.⁴²¹ Der vorliegende Abschnitt beschreibt zunächst, aus welchen Quellen die Eigenkapitalmittel für Private Equity Transaktionen kommen, wer die Kapitalgeber sind und welche Kanäle einem Investor bzw. den kapitalsuchenden Unternehmen zur Verfügung stehen. Weiterhin soll in Kürze darauf eingegangen werden, aus

⁴¹⁸ Eigene Darstellung in Anlehnung an Bygrave und Timmons (1992), S. 14; Bader (1996), S. 111, Fenn et al. (1997), S. 47-56; Betsch et al. (2000), S. 318; Kraft (2001a), S. 6; Blome-Drees und Rang (2006), S. 16 ff.

⁴¹⁹ Teilsatz vgl. Kraft (2001a), S. 6.

⁴²⁰ Vgl. Betsch et al. (2000), S. 318, Abbildung 80, S. 318 f.; vgl. Bader (1996), S. 121 f.

⁴²¹ Vgl. Metrick und Yasuda (2010), S. 2304.

welchen Gründen und unter welchen Voraussetzungen Unternehmen eine Private Equity Finanzierung anstreben bzw. Investoren in dieser Anlagekategorie tätig werden.

3.4.1.1 Eigenkapitalherkunft und Investitionskanäle im Private Equity

Private Equity Gesellschaften (General Partners) arbeiten mit dem Geld, das sie mittels Fund-Raising von den Investoren (auch Limited Partners) in einem Fonds eingesammelt haben.⁴²² Die General Partners verwalten den Fonds über seine Laufzeit.⁴²³ Bei einem Private Equity Fund handelt es sich in der Regel um einen laufzeitbegrenzten, sogenannten ‚Closed End Fund‘, bei welchem sich die üblicherweise zehn bis 20 Investoren zur Einzahlung eines vereinbarten Betrags verpflichten.⁴²⁴ Dieses zugesicherte Kapital –im Englischen auch ‚Committed Capital‘ genannt⁴²⁵- muss von den Investoren nicht auf einmal in den Fonds eingezahlt werden, er wird mit den getätigten Investitionen nach und nach abgerufen.⁴²⁶ Diller (2007) zeigt auf, dass ein PE Fonds seine Aktivitäten mit ca. 25 Prozent des zugesicherten Kapitals beginnt, nach drei Jahren liegt die Abrufquote bei gut 60 Prozent und nach neun Jahren ist sie auf 90 Prozent angestiegen.⁴²⁷ Das abgerufene und investierte Kapital wird international als ‚Total Capital Invested‘ oder ‚Invested Capital‘ bezeichnet.⁴²⁸ Auch die Private Equity Gesellschaft selbst sowie ihre Partner und Mitarbeiter zahlen einen kleinen Betrag aus eigenen Mitteln in den Fonds ein, laut Kaplan und Strömberg (2009) gilt mindestens 1 Prozent des Fondsvolumens als üblicher Richtwert.⁴²⁹ Meist hat so ein Fonds eine Laufzeit von ca. zehn Jahren, diese kann je nach Vereinba-

⁴²² Vgl. Betsch et al. (2000), S. 316; vgl. Axelson et al. (2009), S. 1550; vgl. Kaplan und Strömberg (2009), S. 123.

⁴²³ Vgl. Blome-Drees und Rang (2006), S. 15.

⁴²⁴ Vgl. Lerner und Schoar (2002), S. 6; vgl. Achleitner und Kaserer (2005), S. 6; vgl. Kaplan und Strömberg (2009), S. 123; vgl. Kinzius (2011), S. 805.

⁴²⁵ Vgl. Kaserer und Buchner (2006), S. 30.

⁴²⁶ Vgl. Graf et al. (2001), S. 34; vgl. Diller (2007), S. 58.

⁴²⁷ Vgl. Diller (2007), S. 135. Dabei rufen Venture Capital Fonds das zugesicherte Kapital etwas schneller ab als Buyout Funds (vgl. Diller (2007), S. 136).

⁴²⁸ Vgl. Graf et al. (2001), S. 34.

⁴²⁹ Vgl. Kaplan und Strömberg (2009), S. 123.

rung noch um üblicherweise bis zu drei Jahre verlängert werden.⁴³⁰ Aus diesem Fonds werden zum einen die Managementgebühren an das Private Equity Unternehmen sowie die Investitionen in die ausgewählten Beteiligungen bezahlt.⁴³¹ Kaplan und Strömberg (2009) zeigen auf, dass sich aus der Laufzeit von zehn bis dreizehn Jahren in der Regel eine Investitionsphase von bis zu fünf Jahren ergibt, in den verbleibenden fünf bis acht Jahren fließen die Zahlungsströme zurück an die Investoren.⁴³² Dabei haben die Investoren bei den Investitionsentscheidungen der PE Gesellschaft kaum ein Stimm- oder Mitspracherecht, sofern diese innerhalb der vertraglich getroffenen Vereinbarungen (z.B. Branche, maximaler Investitionsbetrag je Beteiligung oder Fremdkapitalanteil, akzeptierte Wertpapiere, usw.) gefällt werden.⁴³³ Auch ist die Einzahlung des Investors in den Private Equity Fonds wegen des ‚Closed-End‘ Charakters bis zum Ende der Laufzeit grundsätzlich illiquide weil für derartige Fondsanteile (u.a. auch wegen der vertraglichen Weiterveräußerungsrestriktionen) kein Markt vorhanden ist –was wiederum die Ermittlung eines objektiven Marktpreises mangels Beobachtbarkeit erschwert.⁴³⁴ Im Gegensatz dazu waren die ‚Closed-End‘ Funds zwischen den 40er und 60er Jahren meist frei handelbar.⁴³⁵ Ein vorzeitiger Ausstieg des Investors aus dem Private Equity Fonds ist je nach Vereinbarung dennoch möglich. So kann der Investor seine Anteile nach Zustimmung der Private Equity Gesellschaft und meist unter Inkaufnahme eines bestimmten Abschlags weiterveräußern.⁴³⁶ Dies erfolgt verstärkt in der *„Verbriefung von Private-Equity-Fondsanteilen im Rahmen so genannter Collateralised Fund Obligations*

⁴³⁰ Vgl. Lerner und Schoar (2002), S. 6; vgl. Blome-Drees und Rang (2006), S. 15; vgl. Schäfer und Fischer (2008), S. 9; vgl. Kaplan und Strömberg (2009), S. 123; vgl. Metrick und Yasuda (2010), S. 2304.

⁴³¹ Vgl. Kaplan und Strömberg (2009), S. 123 ff.

⁴³² Vgl. Kaplan und Strömberg (2009), S. 123; vgl. Kinzius (2011), S. 805.

⁴³³ Vgl. Lerner und Schoar (2002), S. 3; vgl. Ljungqvist und Richardson (2003), S. 1; vgl. Axelson et al. (2007), S. 3; vgl. Kaplan und Strömberg (2009), S. 123; vgl. Kinzius (2011), S. 805 f. Dabei zeigen Axelson et al. (2007) in ihrem Modell, dass die fehlende Mitsprache der Investoren nicht wie erwartet zu einer Verschärfung der Agencyprobleme, sondern im Gegenteil zu einer verbesserten Investitionsqualität führt.

⁴³⁴ Vgl. Lerner und Schoar (2002), S. 7; vgl. Ljungqvist und Richardson (2003), S. 1; vgl. Kaserer und Buchner (2006), S. 29; vgl. Diller (2007), S. 59; vgl. Kaplan und Strömberg (2009), S. 123, Fußnote 1. Das gleiche Problem der mangelnden Beobachtbarkeit von Marktpreisen betrifft auch die Portfoliounternehmen während der Halteperiode, mit Ausnahme von Kauf- und Verkaufszeitpunkt sowie eventuelle Nachfinanzierungen oder Hinzunahme neuer Gesellschafter (vgl. Diller (2007), S. 59). Die Handelsbeschränkung entzieht die Fonds von teuren Veröffentlichungspflichten gemäß des ‚Investment Company Act‘ aus dem Jahr 1940 (vgl. Lerner und Schoar (2002), S. 7).

⁴³⁵ Vgl. Lerner und Schoar (2002), S. 7.

⁴³⁶ Vgl. Lerner und Schoar (2002), S. 7; vgl. Kaserer und Buchner (2006), S. (29), in der Praxis scheinen die Übertragungsrechte der Investoren über das gesetzliche Maß hinaus restringiert zu sein (vgl. Lerner und Schoar (2002), S. 3).

(CFOs)⁴³⁷. Für eine vollständige vorzeitige Auflösung des Fonds bedarf es meist allerdings einer entsprechenden vereinbarten Mehrheitsquote der ‚Limited Partners‘⁴³⁸, jedoch kommt es nur in den seltensten Fällen zu einer derartigen Situation⁴³⁹. Im Gegenzug zu den Risiken, der langen Laufzeit und dem mangelnden Mitspracherecht bei den Investitionen erhoffen sich die Investoren einen entsprechenden Risikoaufschlag in der Rendite ihrer Private Equity Investition.⁴⁴⁰ Die Geschlossenheit der Fonds bringt den Investoren wiederum den Vorteil, dass kein neues Kapital hinzukommen und die bestehenden Anteile verwässern kann.⁴⁴¹ Ebenso erhalten die Limited Partners eine regelmäßige Berichterstattung durch die PE-Gesellschaft über die Entwicklung des Fonds sowie der geplanten Aktivitäten, z.B. quartalsweise in schriftlicher und jährlich in persönlicher Form.⁴⁴² Die Fonds sind weiterhin unter den Gesichtspunkten einer steuerlich optimalen Nutzung durch die Investoren gestaltet.⁴⁴³

Weiterhin existieren auch offene Fonds ohne zeitliche Begrenzung, die sowohl in Gesellschafterdarlehen, stillen Beteiligungen als auch in traditionellen PE-Beteiligungen investiert sind.⁴⁴⁴ Dabei werden die Erträge aus einzelnen Transaktionen oftmals wieder reinvestiert.

Als Investoren können verschiedene Quellen in Frage kommen, die auch aus unterschiedlichen Motiven investieren. Heutzutage sind es in erster Linie institutionelle Anleger oder große Privatinvestoren⁴⁴⁵, wie z.B. Banken, Versicherungen, Pensionsfonds, Stiftungen, wohlhabende Privatanleger, Unternehmen und ‚Sonstige‘⁴⁴⁶. Diese haben im Grunde genommen vier Möglichkeiten, sich als Private Equity Investoren zu beteiligen (siehe Abbildung 4):

1. Investition in aufgelegte Fonds von Private Equity Gesellschaften

⁴³⁷ Kaserer und Buchner (2006), S. 29.

⁴³⁸ Teilsatz vgl. Axelson et al. (2007), S. 3.

⁴³⁹ Teilsatz vgl. Lerner und Schoar (2002), S. 3.

⁴⁴⁰ Vgl. Ljungqvist und Richardson (2003), S. 28.

⁴⁴¹ Vgl. Lerner und Schoar (2002), S. 7.

⁴⁴² Vgl. Lerner und Schoar (2002), S. 7 f.

⁴⁴³ Vgl. Blome-Drees und Rang (2006), S.15.

⁴⁴⁴ Dieser und nächster Satz vgl. Frommann und Dahmann (2005), S. 52.

⁴⁴⁵ Teilsatz vgl. Wright (1998), S. 528; vgl. Lerner und Schoar (2002), S. 6.

⁴⁴⁶ Teilsatz vgl. Frommann und Dahmann (2005), S. 5; vgl. Blome-Drees und Rang (2006), S. 16.

2. Investition Dachfonds („Fund of Funds“), die wiederum ein Portfolio ausgewählter Private Equity Fonds bilden sowie in seltenen Fällen direkt in einzelne Unternehmen investieren
3. Direktinvestition in einzelne Unternehmen
4. Corporate Venture Capital (strategische Investition durch Unternehmen)

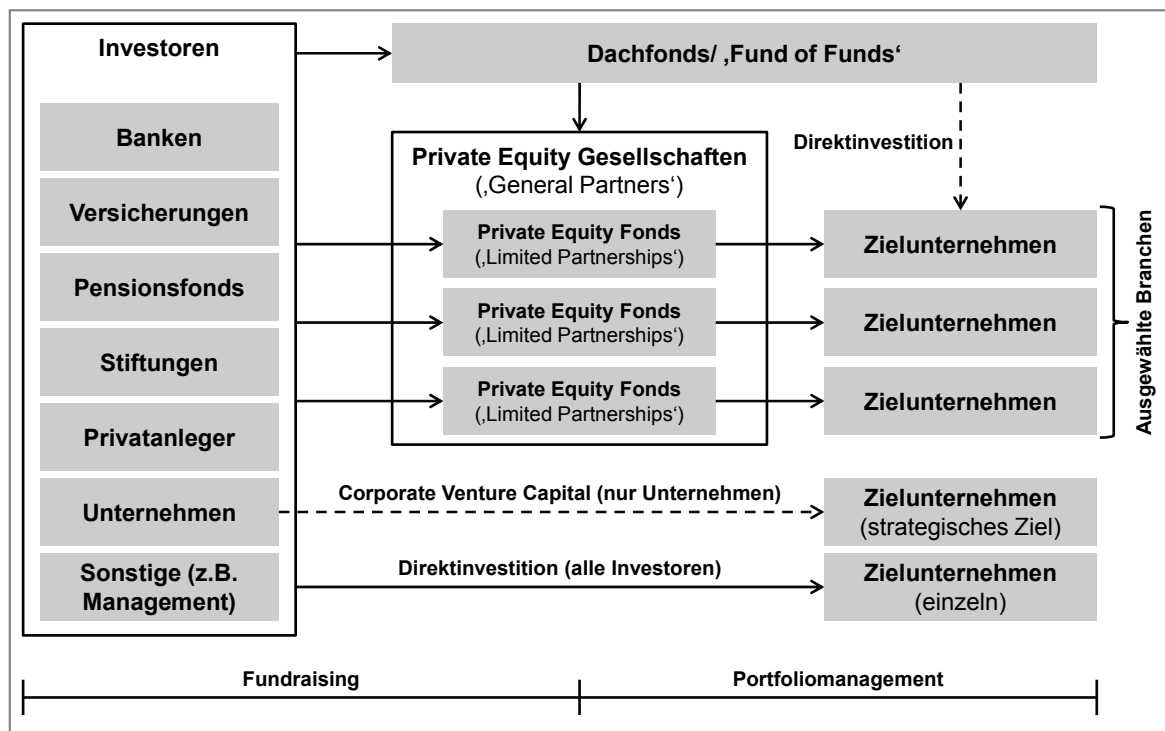


Abbildung 4: Kapitalquellen und Investitionskanäle im Private Equity (ohne Fremdkapital).⁴⁴⁷

Wie Abbildung 4 zu entnehmen ist, haben Investoren grundsätzlich die Möglichkeit, sich entweder über Dachfonds oder Private Equity Fonds mittelbar an Unternehmen zu beteiligen, oder eine Beteiligung unmittelbar direkt –ohne Beteiligung einer Private Equity Gesellschaft als Intermediär⁴⁴⁸– zu erwerben. Weiterhin hat sich das Gebiet des ‚Corporate Venture Capital‘ herausgebildet, also der strategisch motivierten Beteiligungen von Industrieteilnehmern/ Unternehmen („strategische Investoren“).⁴⁴⁹ Oftmals gründen die Unternehmen dafür eigene Corporate Venture Capital Fonds, um diese Aktivitäten durchzuführen. Durch den Kauf von entsprechenden Beteili-

⁴⁴⁷ Eigene Darstellung in (inhaltlicher) Anlehnung an Bader (1996), S. 115 f.; Betsch et al. (2000), S. 316, Abbildung 79; Kraft (2001a), S. 3 ff.; Frommann und Dahmann (2005), S. 52; Blome-Drees und Rang (2006), S. 13 f.

⁴⁴⁸ Vgl. Blome-Drees und Rang (2006), S. 14.

⁴⁴⁹ Vgl. Diller (2007), S. 17.

gungen haben die Unternehmen einen sehr guten Einblick in sämtliche technologische und strategische Entwicklungen innerhalb der für sie relevanten Branchen.⁴⁵⁰

Die Investition in Private Equity über einen Dachfonds/ ‚Fund of Funds‘ bzw. ausgewählten Private Equity Fonds stellt sich für die meisten Investoren insofern als vorteilhaft heraus, da der gesamte Aufwand für Suche, Bewertung, Betreuung sowie Koordination beim Exit auf die Private Equity Gesellschaft ausgelagert werden kann.⁴⁵¹ Auch haben Dachfonds teilweise beschränkte Mitspracherechte bei Investitionsentscheidungen der jeweiligen Private Equity Fonds.⁴⁵² Einzelnen Investoren ist auf diesem Weg bei begrenzten Mitteln eine erhöhte Risikostreuung möglich⁴⁵³, wobei die Dachfonds-Lösung die größtmögliche Diversifikation und eine höhere Liquidität bietet⁴⁵⁴, dafür auch als die teuerste zu betrachten ist⁴⁵⁵. Dachfonds können zusätzlich Fonds mit unbegrenzter Laufzeit aufsetzen.⁴⁵⁶ Aufgrund ihrer Erfahrung, dem Pooling von Investitionen in Fonds und deren Vernetzung ergeben sich bei der Wahl von Private Equity Gesellschaften als Intermediäre entlang der Wertschöpfungskette entsprechende Vorteile.⁴⁵⁷ So vermitteln erfolgreiche Private Equity Gesellschaften dem Investor durch entsprechende Reputation eine gewisse Sicherheit, sie können auf einen großen Erfahrungsschatz bei der Bewertung und dem Management/ Monitoring der Beteiligungen zurückgreifen und haben teilweise branchenspezifisches Wissen und ein entsprechendes Netzwerk, das bei der Beteiligungssuche und dem Verkauf sowie dem Erhalt von wertrelevanten Informationen entscheidende Vorteile bringt.⁴⁵⁸ Darüber hinaus gibt es aufgrund des größeren Transaktionsvolumens Synergien bezüglich sämtlicher Transaktionskosten⁴⁵⁹, wie z.B. Banken, Beratern, Anwälten und Wirtschaftsprüfern. Schließlich ermöglicht die Investition in einen Dachfonds eine breitere Streuung des Investitionsbetrags. All diese Vorteile sind bei einer eigenen Direktinvestition nicht gegeben, der Investor hat

⁴⁵⁰ Vgl. Diller (2007), S. 17, S. 22 f.

⁴⁵¹ Vgl. Bader (1996), S. 115 f.

⁴⁵² Hintergrundinterviews.

⁴⁵³ Teilsatz vgl. Graf et al. (2001), S. 37; vgl. Blome-Drees und Rang (2006), S. 14.

⁴⁵⁴ Teilsatz vgl. Graf et al. (2001), S. 38 f.

⁴⁵⁵ Teilsatz vgl. Graf et al. (2001), S. 39 f.; vgl. Frommann und Dahmann (2005), S. 52. Dies ergibt sich aus dem Umstand, dass in diesem Fall zwei Intermediäre zu bezahlen sind.

⁴⁵⁶ Vgl. Graf et al. (2001), S. 38.

⁴⁵⁷ Vgl. Bader (1996), S. 115 f.

⁴⁵⁸ Vgl. Bader (1996), S. 115 f.

⁴⁵⁹ Teilsatz vgl. Bader (1996), S. 115.

in so einem Fall einen bedeutenden Mehraufwand bei niedrigerer Risikodiversifikation.⁴⁶⁰

Während sich der ‚typische‘ Finanzinvestor unter dem Aspekt von Rendite und Risiko im Private Equity betätigt, sind die Beweggründe für Unternehmen oftmals von strategischen Überlegungen geprägt.⁴⁶¹ Strategische Investoren versprechen sich entsprechende Synergien durch die Übernahme⁴⁶², und sind nicht wie Finanzinvestoren auf den Exit fokussiert⁴⁶³. Dies kann beispielsweise der Zugang zu neuen Technologien/ Patenten oder zu neuen Märkten bzw. zu bestimmten Produkten sein⁴⁶⁴, oder auch ‚interne‘ Synergiepotentiale z.B. in Produktion, Vertrieb, Entwicklung und Verwaltung, in diesem Zusammenhang wird auch von ‚Corporate Venture Capital‘ gesprochen⁴⁶⁵, wobei die Investition in die Zielunternehmen direkt erfolgt.

Letztlich haben sowohl Finanzinvestoren als auch strategische Investoren die Wertsteigerung der Beteiligung im Blick⁴⁶⁶, mit dem Unterschied, dass die Rendite im Fall des strategischen Investors oft nicht unmittelbar, sondern mittelbar über das Zusammenspiel mit dem eigenen laufenden Geschäft zurückfließt. So könnte ein strategischer Investor durch einen Zukauf die eigene Marktposition stärken, eine Kostenführerschaft anstreben oder das eigene Geschäft, z.B. durch den Zukauf von Technologien, ausbauen.⁴⁶⁷

Betrachtet man die Herkunft des Kapitals in den USA und in Europa, sind strukturelle Unterschiede erkennbar, insgesamt stammt zwar sowohl in den USA als auch in Europa der Großteil des im Private Equity investierten Geldes mittlerweile von institutionellen Anlegern, bestehend aus Pensionsfonds, Banken und Versicherungen (siehe dazu auch Abschnitt 3.3).⁴⁶⁸ Der Blick in einzelne Kapitalquellen zeigt dennoch, dass in den USA der Anteil an Pensionsfonds und Stiftungen weitaus höher ist als in

⁴⁶⁰ Vgl. Blome-Drees und Rang (2006) S. 14.

⁴⁶¹ Vgl. Diller (2007), S. 51 f.; vgl. Schuh et al. (2011), S. 595.

⁴⁶² Teilsatz vgl. Schuh et al. (2011), S. 595.

⁴⁶³ Teilsatz vgl. Brebeck et al. (2005), S. 86.

⁴⁶⁴ Teilsatz vgl. Diller (2007), S. 51 f.

⁴⁶⁵ Teilsatz vgl. Diller (2007), S. 51 f.

⁴⁶⁶ Teilsatz vgl. Schuh et al. (2011), S. 595.

⁴⁶⁷ Vgl. Kinzius (2011) S. 804.

⁴⁶⁸ Vgl. Bader (1996), S. 111 f.; vgl. Frommann und Dahmann (2005), S. 52 ff.; vgl. Diller (2007), S. 55.

Europa, wo das meiste Kapital von Banken und Versicherungen bereitgestellt wird.⁴⁶⁹ Ursächlich für den Unterschied beim Anteil der Pensionsfonds ist die größere Bedeutung von privater und betrieblicher Altersvorsorge in den USA, während dies in Europa mit Verzögerung erst in der jüngeren Vergangenheit an Wichtigkeit gewonnen hat⁴⁷⁰, nachdem die staatlichen Rentensysteme alleine für die Altersversorgung der Bevölkerung immer weniger ausreichen. Zu dem Kapital bei Stiftungen zählt das verwaltete Vermögen der privaten amerikanischen Hochschulen⁴⁷¹, was den auch in dieser Kategorie deutlich höheren Anteil im Vergleich zu Europa erklären könnte. Teilweise investieren auch die Private Equity Gesellschaften, ihre Mitarbeiter und auch die beratenden Parteien selbst in die aufgelegten Fonds.

Die Möglichkeiten für einen Private Equity Fonds, immer wieder neues Kapital zu beschaffen, hängt von verschiedenen Faktoren ab, die letztlich alle auf das Vertrauen des Investors bezogen auf die Erfüllung seiner Ziele zurückgeführt werden können. Zentral ist dabei natürlich der bisherige Erfolg („Track Record“) der Private Equity Gesellschaft⁴⁷², also die Gewinne aus den bisherigen Aktivitäten⁴⁷³, sowie deren Konstanz. Doch spielen darüber hinaus auch „*Erfahrung, Arbeitsdisziplin, Investitionsstrategie und Reputation*“⁴⁷⁴ eine entscheidende Rolle. Für ein Private Equity Unternehmen reduziert sich der Aufwand der Kapitalsuche in einem signifikanten Ausmaß, wenn es ihr gelingt, eine Gruppe hoch liquider Investoren zu halten – umgekehrt profitieren die Investoren dabei von einer im Vergleich zu Außenstehenden reduzierten Informationsasymmetrie bezüglich der Qualität der Private Equity-Gesellschaft.⁴⁷⁵ Im Gegensatz zu eigenständigen Private Equity Gesellschaften haben hauseigene Private Equity Gesellschaften von Banken, Versicherungen oder großen Konzernen einen deutlich niedrigeren Kapitalbeschaffungsaufwand, da sie ihre Mittel intern beziehen.⁴⁷⁶ Hier ist auch von sog. ‚Captives‘ die Rede.⁴⁷⁷ Deren

⁴⁶⁹ Vgl. Bader (1996), S. 111 f.; vgl. Böhmer und Schnedler (2001), S. 65; vgl. Frommann und Dahmann (2005), S. 52 f.; vgl. Diller (2007), S. 55 f.

⁴⁷⁰ Teilsatz vgl. Böhmer und Schnedler (2001), S. 65; vgl. Frommann und Dahmann (2005), S. 52 f.; vgl. Blome-Drees und Rang (2006), S. 8; vgl. Diller (2007), S. 56.

⁴⁷¹ Teilsatz vgl. Diller (2007), S. 56.

⁴⁷² Teilsatz vgl. Brockhaus (1989), S. 261; vgl. Bader (1996), S. 116; vgl. Graf et al. (2001), S. 38; vgl. Blome-Drees und Rang (2006), S. 14; vgl. Frommann und Dahmann (2005), S. 6; vgl. Diller (2007), S. 63; vgl. Ljungqvist et al. (2008), S. 24.

⁴⁷³ Teilsatz vgl. Bader (1996), S. 116.

⁴⁷⁴ Bader (1996), S. 116.

⁴⁷⁵ Vgl. Lerner und Schoar (2002), S. 3 f., S. 9 f.

⁴⁷⁶ Vgl. Wright (1998), S. 528; vgl. Betsch et al. (2000), S. 312 f.

Auftrag kann allerdings stärker durch die Interessen der Muttergesellschaft als durch eventuelle andere Geldgeber bestimmt sein, in Deutschland lassen sich als Beispiele hierfür Allianz Capital Partners oder Deutsche Bank Private Equity aufführen. Als Beispiel für Venture Capital Aktivitäten sei der Medienkonzern ProSiebenSat1 erwähnt, der neue Märkte oder angrenzende Geschäftsmodelle über Beteiligungen durch die hauseigene Beteiligungsgesellschaft SevenVentures durchführt. Schließlich gibt es auch dazwischen sog. ‚Semi-Captives‘, also konzernabhängige Fonds, die zusätzlich unabhängiges Sondervermögen verwalten.⁴⁷⁸

Letztlich besteht der Erfolg einer Private Equity Gesellschaft aus ihrer Fähigkeit, wertsteigernde Investitionen zu tätigen, wofür sie wiederum die entsprechende Handlungsfreiheit bei ihren Entscheidungen benötigt.⁴⁷⁹ Das Ausweisen von Erfolgen der aufgelegten Fonds stellt sich aufgrund der speziellen Gegebenheiten des Geschäftsmodells und des Marktes kurzfristig als nicht so einfach dar –dieser Umstand ist insbesondere der Dauer der Halteperioden, den von den Anfängen des Fonds entstehenden Kosten, den erst Richtung Ende der Fondslaufzeit realisierbaren Gewinnen und der niedrigen Liquidität der Investitionen geschuldet (siehe dazu Abschnitt 3.2).⁴⁸⁰ Deshalb müssen die Gesellschaften als Referenzen vielmehr auf einzelne erfolgreiche Unternehmensbeispiele, die eigene Erfahrung im Private Equity, die Qualifikation des Teams sowie spezifische Kenntnisse in den für die Investitionen avisierten Branchen vorweisen.⁴⁸¹ Empirische Untersuchungen und die Statistiken der Branchenverbände belegen zwar, dass erfahrene Private Equity Manager von Investoren das meiste Kapital anvertraut bekommen⁴⁸², dennoch ist die Erfahrung der handelnden Personen alleine nicht notwendigerweise ein Garant für den Erfolg der Investitionstätigkeit, wie Shepherd et al. (2003) am Beispiel des Venture Capital Marktes untersucht haben⁴⁸³.

⁴⁷⁷ Vgl. Betsch et al. (2000), S. 312 f.; vgl. Frommann und Dahmann (2005), S. 53.

⁴⁷⁸ Vgl. Betsch et al. (2000), S. 313.

⁴⁷⁹ Vgl. Axelson et al. (2007) S. 3.

⁴⁸⁰ Vgl. Bader (1996), S. 116.

⁴⁸¹ Vgl. Brockhaus (1989), S. 285-273; vgl. Bader (1996), S. 116 f.

⁴⁸² Teilsatz vgl. Brockhaus (1989), S. 117.

⁴⁸³ Nähere Ausführungen hierzu finden sich in Abschnitt 4.2.2.

3.4.1.2 Gründe für die Investition in Private Equity Fonds

Während sich die Entscheidung für die Finanzierung eines Unternehmens über Private Equity Investoren aus der ‚kritischen Phase‘ eines Unternehmens begründen lässt (vgl. dazu Abschnitt 3.1.1), bleibt die Frage zu beantworten, welche Gründe aus Sicht des Investors für ein finanzielles Engagement im Private Equity sprechen. Dieser Unterabschnitt beschäftigt sich mit der Fragestellung, weshalb Investoren einen Teil ihres Geldes Private Equity Gesellschaften überlassen und weshalb sich gerade für finanziell orientierte Investoren der Weg über einen Private Equity Fonds bzw. einen Private Equity Dachfonds besonders gut anbietet.

Die Beweggründe für eine Investition in Private Equity lassen sich grob in zwei Gruppen einteilen – sie sind in den meisten Fällen renditegetrieben, in einigen Fällen auch strategischer Natur.⁴⁸⁴ Wie die folgenden Ausführungen zeigen werden, eignet sich diese grundsätzliche Unterscheidung der Motive insofern, als aus ihr die Erwartungen an die Investition, der zeitliche Horizont der Anlage und somit das mit der Investition verbundene Geschäftsmodell entstehen.

Bei renditeorientierten oder finanziell motivierten Finanzinvestoren steht das Investitionskalkül aus erwartetem Ertrag und dem mit der Investition eingegangenen Risiko im Vordergrund.⁴⁸⁵ Was das Risiko betrifft, eignet sich als Maß zum einen die Varianz der möglichen Erträge aus der Investition selbst, dies verbunden mit der Kovarianz mit weiteren Anlagen im Portfolio.⁴⁸⁶ Gerade letzteres berücksichtigt den Umstand, dass einzelne riskante Investitionen in einem Portfolio-Kontext einen Hedging-Effekt bewirken können und somit das Gesamtrisiko (z.B. Gesamtvarianz) senken.⁴⁸⁷ Wilhelm (2002) stellt am Beispiel eines nach dem Kauf nicht auf einem Markt gehandelten Unternehmens formal dar, dass dessen Zahlungsströme für das Gesamtportfolio des Investors eine risikoerhöhende oder risikomindernde Wirkung haben können, wobei wegen des fehlenden Spannings⁴⁸⁸ auf das Konzept der Erwartungs-

⁴⁸⁴ Vgl. Bader (1996), S. 113 f.

⁴⁸⁵ Vgl. Bader (1996), S. 114; vgl. Blome-Drees und Rang (2006), S. 16 f.

⁴⁸⁶ Vgl. Bader (1996), S. 114.

⁴⁸⁷ Vgl. Bader (1996), S. 114 f.; vgl. Wilhelm (2002), S. 11.

⁴⁸⁸ Spanning ist dann gegeben, wenn die Zahlungen aus einem Wertpapier/ Unternehmen durch ein Portfolio aus handelbaren Wertpapieren dupliziert werden können (vgl. Wilhelm (2002), S. 7).

nutzenmaximierung zurückgegriffen wird.⁴⁸⁹ Finanziell orientierte Kapitalgeber versprechen sich von einem Private Equity Engagement neben einer hohen Rendite auch eine entsprechende Diversifikation.⁴⁹⁰

Unter Berücksichtigung dieser Größen und unter Annahme von Risikoaversion ist die Zielfunktion eines finanziell orientierten Investors darauf abgestellt, die erwartete Rendite zu maximieren und dies bei einem möglichst niedrigen Risiko.⁴⁹¹ Die theoretische Grundlage für diese Anlagestrategie hat Markowitz (1952) mit der Portfolio-Selektion geschaffen, die später in der Formulierung des CAPM (Capital Asset Pricing Model) mündete. Bader (1996) warnt jedoch davor, Private Equity Investitionen wie beim CAPM aufgrund von historischen Daten zu bewerten, da diese zum Teil nicht weit genug in die Vergangenheit reichen und die Branche einen sehr zyklischen Verlauf haben kann.⁴⁹² Der Möglichkeit von Diversifikation und dem Erzielen attraktiver Erträge im Private Equity stehen dennoch die aus den Spezifika des Marktes abzuleitenden Probleme dieser Investitionsform gegenüber, die Bader (1996) wie folgt zusammenfasst: „*Risiko, Illiquidität, Anlagepolitik des institutionellen Investors, schlechte IPO-Märkte und Zeitbedarf.*“⁴⁹³

Während für den Finanzinvestor die Rendite aus der Investition unmittelbar aus den Zahlungsströmen der Beteiligung(en) erfolgt, so wirkt diese bei einer strategischen Investition erst mittelbar über das Gesamtgeschäft des kaufenden Unternehmens. Anders als beim Investitionsgeschäft, liegt die Motivation für die strategische Übernahme nicht unmittelbar in der Gewinnerzielung durch einen späteren Wiederverkauf

⁴⁸⁹ Daraus folgert Wilhelm (2002), dass ein grundsätzlicher Risikozuschlag im Diskontierungszins bzw. ein Risikoabschlag vom Barwert der erwarteten künftigen Zahlungen so wie in der Praxis gehandhabt nicht immer gerechtfertigt ist (vgl. Wilhelm (2002), S. 11). Wilhelm (2002) zeigt auf, dass die grundsätzliche Anwendung von Risikoabschlägen vom Kaufpreis bzw. Risikozuschlägen zum Kalkulationszins bei der Unternehmensbewertung in der Realität gerade bei risikoreduzierenden Hedging-Effekten im Portfolio des Käufers durch das Hinzunehmen einer Investition sachlogisch nicht immer gerechtfertigt ist, in der Praxis wird ein Investor diesen Umstand mit dem Ziel eines möglichst geringen Kaufpreises nicht offenbaren, und der Verkäufer wird sich schwer tun, dies zu erkennen. Der Wert des Hedging-Effekts kann somit nur in Ausnahmesituationen hervortreten, z.B., wenn im Zuge des Auktionsprozesses der Kaufpreis entsprechend hochgetrieben wird.

⁴⁹⁰ Vgl. Blome-Drees und Rang (2006), S. 16 f.

⁴⁹¹ Vgl. Bader (1996), S. 114. Das auf den Erwartungswert eines Portfolios und dessen Varianz zielende Kalkül wird in der Kapitalmarkttheorie als μ/σ -Prinzip bezeichnet.

⁴⁹² Vgl. Bader (1996), S. 114. Die Zyklizität von Private Equity Aktivitäten sowie das damit verbundene inverse Wechselspiel aus Kapitalbereitstellung der Investoren und der erzielbaren Renditen wird z.B. von Kaplan und Strömberg (2009) aufgeführt.

⁴⁹³ Bader (1996), S. 115.

der erworbenen Beteiligung. Vielmehr geht es hier darum, durch die Investition einen strategischen Vorteil zu erreichen.⁴⁹⁴ So kann durch eine vertikale Übernahme beispielsweise die Abhängigkeit von wichtigen Zulieferern oder Kunden abgebaut werden oder die Gewinnsituation des Unternehmens durch die Beteiligung an einer profitableren Stufe der Wertschöpfungskette verbessert werden. Letzteres kann die Folge einer Branchendynamik sein, wenn der Wettbewerb auf einzelnen Wertschöpfungsstufen stark zunimmt und Unternehmen auf anderen Wertschöpfungsstufen ihre Position besser halten können. Bei einer horizontalen Übernahme kann der Käufer beispielsweise Synergien aus der Nutzung bestehender Vertriebskanäle (ggf. mit Zugang zu neuen Absatzregionen), der Zusammenlegung von Produktionskapazitäten oder dem Angebot komplementärer Produkte ziehen. Der Erwerb von Wissen und Technologien/ Patenten durch den Kauf eines Unternehmens ermöglicht den Eintritt in einen neuen Markt, die Verbesserung von Produktionsprozessen oder die Entwicklung neuer Produkte bzw. Diversifikation der Geschäftsfelder.⁴⁹⁵

3.4.2 Beteiligungssuche und Evaluation

Neben der Kapitalbeschaffung muss sich das Management einer Private Equity Gesellschaft auch um die Kapitalverwendung, also die Generierung ausreichender Investitionsmöglichkeiten kümmern.⁴⁹⁶ Je Private Equity Fonds werden über seine Laufzeit in der Regel zwischen 15 und 20 Beteiligungen gekauft und wieder verkauft.⁴⁹⁷ Der Zugang zu guten Investitionsmöglichkeiten ist für Private Equity Gesellschaften erfolgskritisch.⁴⁹⁸ Die Quellen für Investitionsmöglichkeiten fassen Betsch et al. (2000) wie folgt zusammen:⁴⁹⁹

- Eigenes Netzwerk (z.B. Banken, Unternehmen, Unternehmensberater, Wirtschaftsprüfer, Rechtsanwälte, Insolvenzverwalter, Mitglieder von Aufsichts-

⁴⁹⁴ Vgl. Diller (2007), S. 17 und S. 22.

⁴⁹⁵ Vgl. Blome-Drees und Rang (2006), S. 18.

⁴⁹⁶ Vgl. Betsch et al. (2000), S. 317; vgl. Kinzius (2011), S. 806.

⁴⁹⁷ Vgl. Kinzius (2011) S. 806.

⁴⁹⁸ Vgl. Blome-Drees und Rang (2006), S. 17.

⁴⁹⁹ Vgl. Betsch et al. (2000), S. 317; vgl. Kraft (2001a), S. 12, Tabelle 1.

gremien in Unternehmen, andere Beteiligungsgesellschaften, Fonds-Investoren, Universitäten, Technologiezentren)

- Direkter Kontakt zu möglichen Zielunternehmen (z.B. Marketingaktivitäten, Messen, Investmentforen, Verbandspräsentationen, Unternehmenseigentümer)

Somit setzt sich der Entscheidungsraum für das Private Equity Unternehmen aus herangetragenen und aktiv angesprochenen potentiellen Zielunternehmen zusammen.⁵⁰⁰ Üblicherweise bevorzugen Private Equity Gesellschaften eine passive Strategie bei der Beteiligungssuche, wodurch vor allem der Bekanntheitsgrad ein wichtiger Treiber für die Anzahl herangetragener Investitionsoportunitäten ist.⁵⁰¹ Die Qualität bei der darauffolgenden Selektion von Investitionsmöglichkeiten stellt den Grundstein für die erfolgreiche Arbeit einer Private Equity Gesellschaft dar.⁵⁰² Fenn et al. (1997) erwähnen den sich positiv verstärkenden Zusammenhang zwischen der Anzahl an getätigten Investitionen einer Gesellschaft und der ihr zugänglichen Anzahl an Investitionsmöglichkeiten.⁵⁰³ Ähnlich wie bei der Kapitalbeschaffung greift dieser Effekt umso stärker, je erfolgreicher die Investitionen der Private Equity Gesellschaft in der Vergangenheit gewesen sind. Schließlich signalisiert die Erfolgshistorie des Private Equity Fonds auch den kapitalsuchenden Unternehmen eine qualitativ hochwertige Betreuung durch die Investoren. Die folgenden beiden Unterabschnitte beschäftigen sich zum einen mit dem Prozess der Selektion von Beteiligungsmöglichkeiten und zum anderen mit einer kurzen Übersicht über gängige Unternehmensbewertungsverfahren im Private Equity.

3.4.2.1 Beteiligungssuche – der Selektionsprozess zur Auswahl von Beteiligungsmöglichkeiten

Bedenkt man, dass im Private Equity typischerweise nur ca. ein bis zwei Prozent der vorliegenden Investitionsmöglichkeiten letztlich zu einer tatsächlichen Beteiligung

⁵⁰⁰ Vgl. Blome-Drees und Rang (2006), S. 17.

⁵⁰¹ Vgl. Kraft (2001a), S. 10 f.

⁵⁰² Vgl. Bader (1996), S. 120.

⁵⁰³ Vgl. Fenn et al. (1997), S. 48.

führen⁵⁰⁴, stellt das Auffinden einer erfolversprechenden Investition für die investierende Gesellschaft eine große Herausforderung dar. Dies ist umso mehr der Fall, als das Geschick bei der Investitionsentscheidung einen maßgeblichen Einfluss auf den Erfolg ausübt.⁵⁰⁵ Vor allem im Wettbewerb mit strategischen Investoren haben Private Equity Gesellschaften wegen der hohen Anzahl an Transaktionen und einer vergleichsweise weniger tiefen Branchenkenntnis oftmals einen Nachteil⁵⁰⁶ -hinzu kommt eine teilweise in strategischen Überlegungen begründete höhere Zahlungsbereitschaft von strategischen Investoren. Ausgehend von der Gesamtheit der erhaltenen Investitionsangebote („Business Proposals“⁵⁰⁷) finden typischerweise zwei Vorselektionen statt, bevor eine sehr begrenzte Zahl an Unternehmen im detaillierten Due Diligence Prozess untersucht wird, in Folge dessen schließlich die finale Investitionsentscheidung fällt.⁵⁰⁸ Dieser Prozess wird generell als „Deal Flow“ bezeichnet.⁵⁰⁹ Dabei ist die Selektion auf das Ertragspotential der Unternehmen und die diesem Ertragspotential zugrundeliegenden Größen hin ausgerichtet.⁵¹⁰ Unter Berücksichtigung der vorhandenen Ressourcen und der mit der Selektion einhergehenden Kosten, muss dieser Prozess sehr effizient ausgerichtet sein, was sowohl einen ausgeprägten Geschäftsverstand sowie die dazugehörige Markterfahrung bei der Vorselektion erfordert.⁵¹¹ So dauert die erste Vorselektion, aus der bis zu 90 Prozent der vorliegenden Investitionsmöglichkeiten herausfallen, je nach Erfahrung der Entscheider und Fallsituation oftmals nur wenige Minuten bis zu wenigen Stunden je Unternehmen.⁵¹² Hier werden die vorgeschlagenen Investitionsmöglichkeiten auf das Erfüllen bestimmter Grundvoraussetzungen bezüglich Strategie des Fonds und Investitionssicherheit geprüft (z.B. Investitionsgröße/ Kapitalbedarf, Geographie,

⁵⁰⁴ Teilsatz vgl. Christen (1991), S. 57; vgl. Bader (1996), S. 121; vgl. Blum (1997), S. 37; vgl. Fenn et al. (1997), S. 48; vgl. Graf et al. (2001), S. 28 f. Abweichend davon geht Kinzius (2011) von bis zu fünf Prozent aus (vgl. Kinzius (2011), S. 806 f).

⁵⁰⁵ Vgl. Zacharakis und Meyer (2000), S. 326.

⁵⁰⁶ Vgl. Kinzius (2011), S. 806 f.

⁵⁰⁷ Vgl. Bader (1996), S. 121.

⁵⁰⁸ Vgl. Bader (1996), S. 120-123; vgl. Fenn et al. (1997), S. 48 f.; vgl. Zacharakis und Meyer (2000), S. 326.

⁵⁰⁹ Vgl. Bader (1996), S. 118, S. 120.

⁵¹⁰ Vgl. Graf et al. (2001), S. 28.

⁵¹¹ Vgl. Bader (1996), S. 118; vgl. Fenn et al. (1997), S. 48; vgl. Graf et al. (2001), S. 28; vgl. Kinzius (2011), S. 807. Bader (1996) erwähnt, dass mit Private Equity entsprechend die Begriffe „Intuition“ und „Feeling“ einhergehen (vgl. Bader (1996), S. 118), Fenn et al. (1997) sprechen davon, dass die Unternehmensauswahl „*more art than science*“, also mehr ein Kunstwerk als eine Wissenschaft sei (vgl. Fenn et al. (1997), S. 48).

⁵¹² Vgl. Bader (1996), S. 121; vgl. Blum (1997), S. 37; vgl. Fenn et al. (1997), S. 48; vgl. Kraft (2001a), S. 13. Der in der ersten Vorselektion herausgefilterte Prozentsatz der Optionen wird in der hier aufgeführten Literatur zwischen 70 Prozent und 90 Prozent angegeben.

Branche, Wettbewerbsposition, Stand im Lebenszyklus des Unternehmens, Finanzierungsart).⁵¹³ Bei Restrukturierungsfällen kommen beispielsweise noch Überlebensfähigkeit und Transparenz über die Ursachen der Unternehmenskrise bei der ersten Vorselektion hinzu.⁵¹⁴ Eine gute Ausrichtung der Vorselektion ist auch insofern wichtig, als Fehler zu Beginn des Auswahlprozesses später zu hohen Kosten beim Abbruch des Prozesses führen können.⁵¹⁵ Zusätzlich sollten Investitionsmöglichkeiten mit gutem Potential nicht voreilig herausgefiltert werden.⁵¹⁶ Die verbleibenden Investitionsoptionen werden einer mehrtägigen zweiten Vorselektion unterzogen, in welcher der Fonds bereits erste Informationen über den Investitionsprospekt hinausgehend hinzuzieht, um zentrale Annahmen des Geschäftsplans zu verifizieren.⁵¹⁷ Hier liegt das Augenmerk auf dem Management, dem Markt/ Wettbewerb, der Strategie, den Produkten, Risikoeinflüssen (auch mit Wirkung auf Portfoliodiversifikation) und auf möglichen Exit-Optionen.⁵¹⁸ Gerade die Exit-Möglichkeiten stellen eine zusätzliche zentrale Bewertungs- und Entscheidungsgrundlage dar, weil hiervon die Realisierung sämtlicher Wertsteigerungspotentiale mit abhängt.⁵¹⁹ All dies sind Größen, die mit der Ertragskraft bzw. mit den Zahlungsströmen sowie den Profitchancen für den Private Equity Fund in Verbindung stehen, in dieser Selektionsstufe besteht ungefähr die Hälfte der verbleibenden Beteiligungsmöglichkeiten.⁵²⁰ Erst dann startet der detaillierte und über mehrere Wochen andauernde Due Diligence Prozess⁵²¹, in welchem neben ausführlichen Daten des Unternehmens sämtliche verfügbaren Informationen, z.B. aus Marktstudien, Gesprächen mit Schlüsselmitarbeitern, Branchenexperten, Kunden und Zulieferern mit Hinblick auf die Attraktivität der Investition untersucht werden.⁵²² Vor Beginn der Due Diligence Phase erfolgt zur Absicherung der Verkäuferseite die Unterzeichnung eines sogenannten ‚Non Disclosure Agreements‘ (NDA), in welchem sich die interessierte Verkäuferpartei zur ver-

⁵¹³ Vgl. Tyebjee und Bruno (1984), S. 1051-1066; vgl. Betsch et al. (2000), S. 318, Abbildung 80, S. 318 f.; vgl. Bader (1996), S. 121 f.

⁵¹⁴ Vgl. Kraft (2001a) S. 15.

⁵¹⁵ Vgl. Betsch et al. (2000) S. 317.

⁵¹⁶ Vgl. Zacharakis und Meyer (2000), S. 323, S. 341.

⁵¹⁷ Vgl. Fenn et al. (1997), S. 48 f.

⁵¹⁸ Dieser und nächster Satz sowie vertiefende Ausführungen dazu vgl. Tyebjee und Bruno (1984), S. 1051-1066; vgl. Bader (1996), S. 122; vgl. Blum (1997), S. 37; vgl. Betsch et al. (2000), S. 318 f.

⁵¹⁹ Vgl. Betsch et al. (2000), S. 319. So wird eine Transaktion nicht durchgeführt, wenn kein passender Weg für einen Exit möglich ist (vgl. Betsch et al. (2000), S. 319). Nähere Ausführungen zu möglichen Exit-Optionen finden sich in Abschnitt 3.4.5.

⁵²⁰ Vgl. Fenn et al. (1997), S. 49.

⁵²¹ Vgl. Kraft (2001a), S. 15 f. Nähere Details zu Due Diligence findet sich in Abschnitt 3.4.2.2.

⁵²² Vgl. Bader (1996), S. 123; vgl. Blum (1997), S. 37; vgl. Fenn et al. (1997), S. 48.

traulichen und ausschließlich zum Zwecke der Transaktionsentscheidung ausgerichteten Behandlung der erhaltenen Unternehmensinformationen verpflichtet.⁵²³ Die Due Diligence gilt deshalb „als essenzieller Bestandteil des Verkaufsprozesses“⁵²⁴. Hierzu zieht die Private Equity Gesellschaft die entsprechenden externen Berater heran, wie z.B. Unternehmensberater, Anwälte, Wirtschaftsprüfer und Branchenexperten.⁵²⁵ In dieser Detailphase fallen in der Regel ca. vier Investitionsziele von fünf möglichen aus dem Prozess heraus.⁵²⁶ Abbildung 5 zeigt die Selektionskaskade bzw. den ‚Deal Flow‘ auf, wobei über die Selektionsstufen die prozentuale Anzahl der Investitionsmöglichkeiten und der jeweilige Analyse- und Bewertungsaufwand je Unternehmen dargestellt ist.

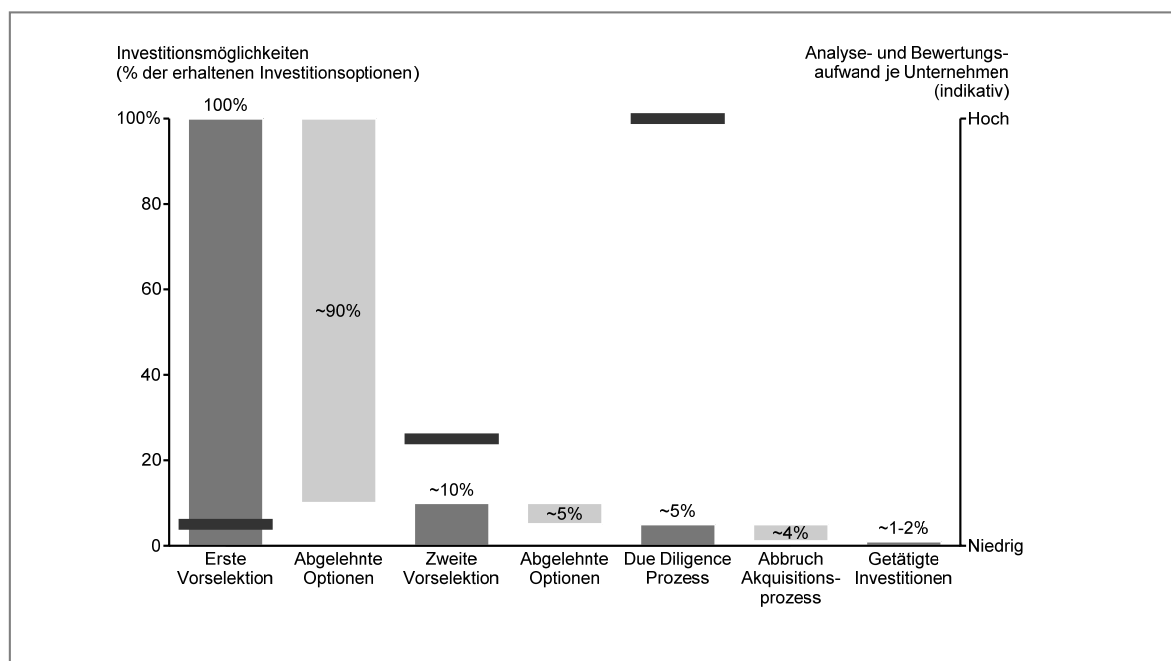


Abbildung 5: Typisierter Verlauf der Selektion von Investitionsmöglichkeiten sowie Analyse- und Bewertungsaufwand im Private Equity.⁵²⁷

„Das wichtigste Kriterium bei der Prüfung der Beteiligungswürdigkeit von Unternehmen ist das Vorhandensein von Wertsteigerungspotential.“⁵²⁸

⁵²³ Vgl. Schmitting (2011), S. 242 f.

⁵²⁴ Achleitner et al. (2008), S. 32.

⁵²⁵ Vgl. Blum (1997), S. 37.

⁵²⁶ Vgl. Fenn et al. (1997), S. 48.

⁵²⁷ Eigene Darstellung in inhaltlicher Anlehnung an Bader (1996), S. 121 und Fenn et al. (1997), S. 48 f. Analyse- und Bewertungsaufwand indikativ, basierend auf Hintergrundinterviews.

⁵²⁸ Blome-Drees und Rang (2006), S. 22.

Entscheidet sich der Private Equity Fonds für eine bestimmte Investition, folgt die detaillierte vertragliche Gestaltung der Transaktion sowie die Bestimmung der avisierten Verhältnisse im Rahmen der Beteiligung (z.B. Höhe, Dauer, Mitsprache- und Mitwirkungsrechte, Berichterstattung, Finanzierungsinstrumente).⁵²⁹

3.4.2.2 Due Diligence als zentrales Prüf- und Bewertungsinstrument bei der Transaktionsentscheidung

Das Konzept der Due Diligence hat seinen Ursprung im US-amerikanischen Recht, das den Kapitalmarkt und den Anlegerschutz regelt, und damit verbunden die Haftung u.a. von Wirtschaftsprüfern, Rechtsanwälten und Investmentbanken.⁵³⁰ Übersetzt bedeutet Due Diligence die erforderliche Sorgfalt, welche von den an der Transaktion beteiligten Parteien verlangt wird und an der Sorgfalt eines „handelnden Managers in seinem Unternehmen“⁵³¹ gemessen wird („prudent man in the management of his own property“⁵³²).⁵³³ Beim Erwerb von Unternehmensanleihen nach amerikanischem Recht gibt es keine Verkäufer-Haftung für das zugrundeliegende Unternehmen selbst, sondern nur für die Angaben im Verkaufszusammenhang sowie für den Inhalt des Vertrags⁵³⁴, was dazu führt, dass „es den am Kauf und Verkauf beteiligten Parteien [obliegt, Anm. d. Verf.], eine vertragliche Gewährleistung auszuhandeln, Ungewissheit zu reduzieren und Vorkehrungen für evtl. auftretende Enttäuschungen nach erfolgter Abwicklung treffen“⁵³⁵ Mit anderen Worten, der Käufer trägt grundsätzlich das Mängelrisiko, er muss sich dessen bewusst sein, was er akquiriert.⁵³⁶ Die Due Diligence ist bei Transaktionen deshalb ein Standardinstrument⁵³⁷, dessen Einsatz im Zuge der Transaktionsentscheidung sogar als verpflichtend zu betrachten ist⁵³⁸.

⁵²⁹ Vgl. Blome-Drees und Rang (2006), S. 17.

⁵³⁰ Vgl. Berens und Strauch (2011), S. 6.

⁵³¹ Berens et al. (2005b), S. 53.

⁵³² Berens und Strauch (2011), S. 8.

⁵³³ Vgl. Barthel (1999), S. 77; vgl. Berens et al. (2005b), S. 53.

⁵³⁴ Teilsatz vgl. Merkt (1995), S. 1042; vgl. Berens und Strauch (2011), S. 9f.

⁵³⁵ Berens und Strauch (2011), S. 10.

⁵³⁶ Vgl. Berens et al. (2005b), S. 53; vgl. Howson (2012), S. 16.

⁵³⁷ Teilsatz vgl. Bredy und Strack (2011), S. 385.

⁵³⁸ Teilsatz vgl. Schuh et al. (2011), S. 596.

Im Zuge der Due Diligence kommen sämtliche quantitative und qualitative Methoden für die Investitionsentscheidung zum Einsatz. Dabei ist der zur Verfügung stehende Zeitraum meist recht eng begrenzt.⁵³⁹ Due Diligence Gutachten haben verschiedene Funktionen rund um die Investitionsentscheidung. Sie dienen zum einen der Informationsbeschaffung und –verifizierung bzw. dem Abbau von Informationsasymmetrien sowie der Prüfung von Risiken, um einen Fehlkauf bzw. überhöhten Kaufpreis zu vermeiden.⁵⁴⁰ Ebenso gehört die Analyse von Potentialen dazu, wobei gerade wegen des Zeitdrucks während einer Due Diligence in der Praxis eine verstärkte Gewichtung der Risikobetrachtung erfolgt.⁵⁴¹ Darauf aufbauend dienen Due Diligence Gutachten als Grundlage für die Entscheidung für die Kaufpreisfindung, wobei die Unternehmensplanung hierbei wegen ihres Zukunftsbezugs einen besonderen Stellenwert innehat.⁵⁴² Diese Funktionen werden auch durch folgendes Zitat sehr treffend beschrieben:

„Mit Blick auf den Kaufvertrag muss die Due Diligence vor allem die Frage beantworten, welche Auswirkungen die Analyseergebnisse auf die Ermittlung der Zahlungsbereitschaft (oder genauer: des Grenzpreises) des Käufers haben. Hiermit verbunden ist die Notwendigkeit, die Risiken monetär zu quantifizieren, um dann die Geldäquivalente in die unterschiedlichen formalen Verfahren der Unternehmensbewertung integrieren zu können.“⁵⁴³

Schließlich dient die Due Diligence auch als Dokumentation für den Fall von gerichtlichen Auseinandersetzungen im Nachgang.⁵⁴⁴ Gerade deshalb werden durch die Verkäuferseite oftmals Garantien auf Vollständigkeit der im Rahmen der Due Diligence zur Verfügung gestellten Informationen abgegeben.⁵⁴⁵

⁵³⁹ Vgl. Aldering und Högemann (2011), S. 526.

⁵⁴⁰ Vgl. Arthurs und Busenitz (2003), S. 150; vgl. Berens et al. (2005b), S. 54 f.; vgl. Howson (2012), S. 16. Arthurs und Busenitz (2003) erwähnen die Senkung der Risiken aus ‚adverser Selektion‘ und ‚Moral Hazard‘ (vgl. Arthurs und Busenitz (2003), S. 150). ‚Adverse Selektion‘ und ‚Moral Hazard‘ werden im Zuge der Informationsprobleme beim Unternehmenskauf in Abschnitt 4.1 behandelt.

⁵⁴¹ Vgl. Lauszus und Hock (2011), S. 503.

⁵⁴² Vgl. Berens et al. (2005b), S. 54 f.; vgl. Lauszus und Hock (2011), S. 369 im Zusammenhang mit der Strategic Due Diligence.

⁵⁴³ Aldering und Högemann (2011), S. 525.

⁵⁴⁴ Vgl. Berens et al. (2005b), S. 55; vgl. Howson (2012), S. 16.

⁵⁴⁵ Hintergrundinterviews.

Für Finanzinvestoren dient die Due Diligence vor allem neben dem Abbau von Informationsasymmetrien auch zur Quantifizierung des Potentials für die Steigerung des Beteiligungswerts.⁵⁴⁶ Zu diesem Zweck müssen sie zum Ausgleich von möglicherweise fehlender Branchenkenntnis einen entsprechend hohen Aufwand betreiben und externe Berater hinzuziehen.⁵⁴⁷ Auch spielt das Management zur Beurteilung aller künftigen Entwicklungen und Risiken des Zielunternehmens für die Finanzinvestoren eine zentrale Rolle.⁵⁴⁸

Im Rahmen einer Due Diligence gibt es verschiedene Teilgebiete der Untersuchung, sie lassen sich funktional wie folgt aufteilen:⁵⁴⁹

- a) Financial Due Diligence
- b) Tax Due Diligence
- c) Legal Due Diligence
- d) Management Due Diligence/ HR Due Diligence
- e) Commercial/ Market/ Strategic Due Diligence/ Operational Due Diligence⁵⁵⁰
- f) Vendor Due Diligence/ Verkäufer Due Diligence
- g) Sonstige Due Diligence Gutachten

Die Arten und Umfänge der jeweiligen Due Diligence Gutachten sind je nach Prioritäten bei der Investitionsentscheidung zu bestimmen.⁵⁵¹ Private Equity Investoren lassen so gut wie immer Financial Due Diligence, Legal Due Diligence und Tax Due Diligence durchführen, die Commercial Due Diligence dient in ca. 80 Prozent der Fälle als Teil der Entscheidungsgrundlage.⁵⁵²

Im Folgenden wird eine kurze Beschreibung der jeweils oben aufgeführten Due Diligence Gutachten gegeben, für ausführliche Hintergründe sei auf die entsprechende Literatur verwiesen. Die Ausführungen zeigen, dass einzelne Fragestellungen durchaus Gegenstand verschiedener Due Diligence-Arten sein können, womit ein-

⁵⁴⁶ Vgl. Blome-Drees und Rang (2006), S. 20.

⁵⁴⁷ Vgl. Kinzius (2011), S. 807.

⁵⁴⁸ Vgl. Kinzius (2011) S. 809.

⁵⁴⁹ Vgl. Berens und Strauch (2011), S. 12 f.

⁵⁵⁰ Vom Verfasser hinzugefügt.

⁵⁵¹ Vgl. Lawrence (1994); vgl. Berens und Strauch (2011), S. 12.

⁵⁵² Vgl. KPMG (2006), S. 19; vgl. Schuh et al. (2011), S. 596.

zelne Fragestellungen um das potentielle Zielunternehmen aus verschiedenen Blickwinkeln behandelt werden können. Aus diesem Grund ist es sehr wichtig, in der Vorbereitung der Due Diligence-Phase die relevanten Fragestellungen zu priorisieren und den entsprechenden Untersuchungen zuzuweisen.

a) Financial Due Diligence

Ziel der Financial Due Diligence ist die Gewinnung von Transparenz und Herstellung einer Entscheidungsgrundlage bzgl. der vergangenen und künftigen Vermögens-, Finanz-, und Ertragslage des potentiellen Zielunternehmens.⁵⁵³ Dabei werden alle jährlichen und unterjährigen Größen und Planungsrechnungen entlang von Gewinn- und Verlustrechnung, Liquidität und Bilanz sowie die dazugehörigen Prüfberichte untersucht.⁵⁵⁴ Sie ist damit als Kern der Due Diligence Prüfung zu verstehen.⁵⁵⁵ Für die Untersuchung der Finanzierungsverhältnisse wird sowohl eine kurz-, mittel- und langfristige Perspektive eingenommen.⁵⁵⁶ Neben der Risikominderung und Absicherung ist gerade die Untersuchung der Liquidität für die Finanzierung der Transaktion von zentraler Bedeutung.⁵⁵⁷ Zusätzlich zu Marktstudien und Kundenanalysen als externe Validierung gelten vor allem interne Informationen wie Managementpläne, Produktanalysen, Jahresabschlussdaten und Planrechnungen als zentrale Informationsgrundlage.⁵⁵⁸ Diese werden allerdings eher auf die Plausibilität bzw. Vernunft ihrer Annahmen sowie basierend auf der Vergangenheit und einer unternehmensinternen Sichtweise untersucht, detaillierte und unter Einbezug unternehmensexterner Perspektiven erstellte Prognosen zu Umsatz- und Kostenentwicklung werden eher im Rahmen der Commercial Due Diligence erarbeitet (siehe Punkt e) im weiteren Verlauf des Abschnitts).⁵⁵⁹ Ebenfalls wird in dieser Due Diligence auch die Qualität der Managementsysteme rund um alle Risiko- und Finanzierungsthemen analy-

⁵⁵³ Vgl. Berens et al. (2005b), S. 64; vgl. Strauch (2004), S. 153; vgl. Brauner und Neufang (2011), S. 409 ff.; vgl. Bredy und Strack (2011), S. 387.

⁵⁵⁴ Vgl. Strauch (2004), S. 153; vgl. Berens et al. (2005b), S. 64-72; vgl. Brauner und Neufang (2011), S. 412; vgl. Bredy und Strack (2011), S. 387.

⁵⁵⁵ Vgl. Berens et al. (2005b), S. 64.

⁵⁵⁶ Vgl. Brauner und Neufang (2011), S. 409.

⁵⁵⁷ Vgl. Berens et al. (2005b), S. 68; vgl. Brauner und Neufang (2011), S. 411 ff.

⁵⁵⁸ Vgl. Bredy und Strack (2011), S. 389 ff., S. 393, Abbildung 1; vgl. Howson (2012), S. 22. Für eine ausführliche Auflistung vgl. Berens et al. (2011a), S. 873-879.

⁵⁵⁹ Vgl. Howson (2012), S. 22-28.

siert.⁵⁶⁰ Zuletzt sei als Funktion der Financial Due Diligence auch die Sicherung der Plantreue des Managements erwähnt, da die Einhaltung der vorgesehenen Zahlungsströme u.a. auch für die Kaufpreisfindung und ggf. Kaufpreisfinanzierung von erheblicher Bedeutung ist.⁵⁶¹

b) Tax Due Diligence

Auch die steuerliche Betrachtung einer Transaktion gehört zu den festen Bestandteilen einer Due Diligence.⁵⁶² Um ein ganzheitliches Bild über die steuerliche Lage des Zielunternehmens zu erhalten, werden folgende Zielsetzungen verfolgt: Analyse der steuerlichen Risiken, Schaffen einer weiteren Grundlage für die Kaufpreisverhandlung und die optimale Strukturierung der Transaktion. Gegenstand sind in diesem Zusammenhang allgemeine steuerliche Themen (z.B. Richtigkeit der bisherigen steuerlichen Arbeit, bisherige Betriebsprüfungen, Vereinbarungen mit Finanzämtern), Körperschaftssteuer, Gewerbesteuer, Umsatzsteuer, ggf. internationale Steuerthemen und die steuerliche Gestaltung der Akquisition.⁵⁶³ Vor allem die Erwerbsstruktur hat steuerliche Implikationen bei der Wiederveräußerung und ist somit für Finanzinvestoren von wesentlicher Bedeutung –diese streben schließlich einen möglichst steuerfreien Wiederverkauf bzw. eine steuerfreie Rückführung des eingesetzten Kapitals an.⁵⁶⁴ Auch die Möglichkeit einer Nutzung von Verlustvorträgen zur künftigen Steuersenkung trägt einen gewissen Anteil zur Kaufpreisfindung bei, da sie die Höhe der Zahlungsströme an die potentiellen neuen Eigentümer unmittelbar beeinflussen kann.⁵⁶⁵

c) Legal Due Diligence

Im Zuge der Legal Due Diligence wird nicht die unternehmerische Tätigkeit als solche, sondern vielmehr ihre rechtliche Begründung und Absicherung geprüft.⁵⁶⁶ Es geht also darum, die rechtliche Konstitution des Unternehmens transparent zu ma-

⁵⁶⁰ Vgl. Brauner und Neufang (2011), S. 412.

⁵⁶¹ Hintergrundinterviews.

⁵⁶² Dieser und nächster Satz vgl. Trimborn (2011), S. 445.

⁵⁶³ Vgl. Berens et al. (2011a), S. 876-878.

⁵⁶⁴ Vgl. Trimborn (2011), S. 448.

⁵⁶⁵ Hintergrundinterviews.

⁵⁶⁶ Vgl. Strauch (2004), S. 161; vgl. Fritzsche und Stalman (2011), S. 473.

chen.⁵⁶⁷ Insofern sind rechtliche Themen nicht das Hauptziel einer Unternehmensuntersuchung⁵⁶⁸, wenngleich Prüfung der rechtlichen Situation des Zielunternehmens zu den ‚Hausaufgaben‘ bei einer Transaktion gehört. So können in den Rechtsverhältnissen Themen verborgen liegen, die mit einem entsprechend hohen finanziellen Aufwand verbunden sind oder die Geschäftstätigkeit möglicherweise maßgeblich einschränken.⁵⁶⁹ Im Kern der Legal Due Diligence stehen interne und externe Rechtsstrukturen sowie öffentlich-rechtliche Rahmenbedingungen und Beteiligungen. Die internen Rechtsstrukturen betreffen die Rechtsgrundlagen des Unternehmens, zu ihnen zählen z.B. Rechtsform des Unternehmens, Gesellschaftsanteile, Gesellschaftsorgane, interne rechtliche Organisation und Gesellschaftsstatuten.⁵⁷⁰ Die externen Rechtsstrukturen drehen sich um die Rechtsgrundlage der geschäftlichen Aktivität der Zielgesellschaft.⁵⁷¹ Dabei werden sämtliche Vertragsgestaltungen, rechtliche Wirksamkeit von Auftragsbeständen, Kooperationen und Dauerbeziehungen sowie abgeschlossene und laufende Akquisitionen behandelt.⁵⁷² Öffentlich-rechtliche Rahmenbedingungen umfassen Genehmigungen (z.B. im Fall von Gefahrgütern) und Vorschriften (z.B. Gewerbevorschriften, Arbeitsschutz) wie auch weitere Anforderungen und Richtlinien, die organisatorisch behaftet sind (z.B. Vorhandensein eines zuständigen Ansprechpartners für bestimmte Behörden).⁵⁷³ Schließlich sind sämtliche rechtliche Themen ebenfalls auf ihre Relevanz für alle Beteiligungen des Unternehmens zu überprüfen.⁵⁷⁴ Neben diesen Kernthemen gibt es noch weitere möglicherweise relevante Rechtsfragen im Zusammenhang mit der Akquisition. Zu ihnen zählen beispielsweise Personalfragen, Vertriebsstrukturen, Immobilien, Versicherungsverhältnisse, Lizenzen/ Schutzrechte und Qualitätssicherung.⁵⁷⁵ Ebenso sind unter Umständen organisatorische Themen (z.B. Compliance, Umfang und Einbindung der Rechtsabteilung in wichtige Entscheidungen) und die äußere Wahrnehmung des Unternehmens bei Rechtsfragen (z.B. Kulanz, Prozesse und

⁵⁶⁷ Vgl. Strauch (2004), S. 161.

⁵⁶⁸ Teilsatz vgl. Fritzsche und Stalmann (2011), S. 473.

⁵⁶⁹ Vgl. Strauch (2004), S. 162 f.; vgl. Fritzsche und Stalmann (2011), S. 484.

⁵⁷⁰ Vgl. Berens et al. (2011a), S. 880; vgl. Fritzsche und Stalmann (2011), S. 477-481.

⁵⁷¹ Vgl. Fritzsche und Stalmann (2011), S. 482.

⁵⁷² Vgl. Berens et al. (2011a), S. 880 f.; vgl. Fritzsche und Stalmann (2011), S. 482-484.

⁵⁷³ Vgl. Strauch (2004), S. 162.; vgl. Berens et al. (2011a), S. 880 f.; vgl. Fritzsche und Stalmann (2011), S. 485.

⁵⁷⁴ Vgl. Fritzsche und Stalmann (2011), S. 486.

⁵⁷⁵ Vgl. Fritzsche und Stalmann (2011), S. 486-495.

Gewährleistungen) Gegenstand einer Legal Due Diligence.⁵⁷⁶ Zuletzt können in einzelnen Fällen wettbewerbsrechtliche Prüfungen bzw. Anmeldepflichten bei dieser Due Diligence Art relevant werden.⁵⁷⁷

d) Management Due Diligence/ Human Resources (HR) Due Diligence⁵⁷⁸

Ziel dieser Due Diligence Art ist es, die unternehmenswertrelevanten personalwirtschaftlicher Variablen im Zuge der Untersuchung quantifizierbar zu machen.⁵⁷⁹ Dabei werden „*Umfang und Inhalt, insbesondere aber die Analyse der Veränderbarkeit von Personalstruktur, Personalkosten sowie arbeitsrechtliche[r, Anm. d. Verf.] Regelungen*“⁵⁸⁰ genauer betrachtet. Das Humankapital wird entlang der folgenden drei Dimensionen bewertet:

- Strukturelles Humankapital: Organisation, Umfang, Zusammensetzung, Veränderbarkeit des Personalstamms, sowie arbeitsrechtliche Regelungen (z.B. Arbeitsverträge, Betriebsvereinbarungen, Tarifverträge, Gehaltsstruktur, Pensionszusagen)⁵⁸¹
- Individuelles Humankapital: Analyse der Kompetenzen/ Potentiale (z.B. Fähigkeiten bei Problemlösung, Führung, Motivation, Management) mit von Präsentationen, Einzelbewertungen, Audits mit externen Beratern oder Mitarbeiterbefragungen⁵⁸²
- Dynamisches Humankapital: Beleuchtung der HR-nahen Prozesse (z.B. Informations-, Kommunikations-, Entscheidungs- und Führungsprozesse) sowie der HR Systeme/ des Personalmanagements und HR Strategie sowie von Verhaltensnormen⁵⁸³

Wie bereits in Abschnitt 3.1.1 aufgeführt, spielt die Qualität des Unternehmensmanagements (und auch der Mitarbeiter) für Finanzinvestoren bei der Investitionsent-

⁵⁷⁶ Vgl. Fritzsche und Stalman (2011), S.496-497.

⁵⁷⁷ Hintergrundinterviews.

⁵⁷⁸ In der vorliegenden Arbeit wird der Begriff ‚HR Due Diligence‘ verwendet.

⁵⁷⁹ Vgl. Aldering und Högemann (2011) S. 525.

⁵⁸⁰ Aldering und Högemann (2011), S. 528.

⁵⁸¹ Vgl. Strauch (2004), S. 166 f.; vgl. Aldering und Högemann (2011), S. 530 ff.

⁵⁸² Vgl. Strauch (2004), S. 167; vgl. Aldering und Högemann (2011), S. 533-534.

⁵⁸³ Vgl. Aldering und Högemann (2011), S. 529.

scheidung eine zentrale Rolle, da diese zu den wesentlichen Einflussgrößen für den Unternehmenserfolg zählt. Allerdings wird nicht in allen Fällen dafür eine formelle HR Due Diligence durchgeführt, oftmals machen sich die potentiellen Investoren bereits während der Bearbeitung anderer Due Diligence Gutachten und in den dazugehörigen Managementinterviews ein entsprechendes Bild über die Führungsmannschaft. Weiterhin können einzelne Themen wie Organisation, Personalstruktur und –umfang in anderen Due Diligence-Gutachten untergebracht werden. Von daher mag die HR Due Diligence eher im Umfeld ‚klassischer‘ M&A Aktivitäten von Unternehmen eine stärkere Rolle spielen.

e) Commercial Due Diligence/ Market Due Diligence /Strategic Due Diligence/ Operational Due Diligence

Die drei Begriffe Commercial/ Market/ Strategic Due Diligence liegen in ihrer Verwendung nahe beieinander⁵⁸⁴, was mit den teilweise recht ähnlichen Inhalten zusammenhängt⁵⁸⁵, die unter diesen Begriffen verstanden werden. Im deutschsprachigen Raum ist auch von der ‚kaufmännischen Due Diligence‘ die Rede, in der vorliegenden Arbeit wird die Bezeichnung ‚Commercial Due Diligence‘ verwendet, weil dieser aus Sicht des Verfassers ihrem ganzheitlichen Anspruch, nämlich der Überprüfung des Geschäftsmodells des Zielunternehmens inklusive Markt und Strategie, am besten gerecht wird. Die Commercial Due Diligence hat erst seit den 90er Jahren des letzten Jahrhunderts an Bedeutung gewonnen.⁵⁸⁶

Ziel dieser Due Diligence-Gutachten ist eine profunde Analyse des Potentials für die Wertsteigerung des Unternehmens⁵⁸⁷ sowie von Chancen und Risiken rund um das Geschäftsmodell⁵⁸⁸. Aus diesem Grund haben Finanzinvestoren die Wirkung der in der Commercial Due Diligence ermittelten Potentiale auf Umsatz, EBITDA und EBIT des Zielunternehmens im Blick, um über diese Größen die mögliche Skalierung der

⁵⁸⁴ So betiteln Berens et al. (2005b) den entsprechenden Abschnitt als „*Strategische und Commercial (Markt-)Due Diligence*“ (Berens et al. (2005b), S. 61). Strauch (2004) setzt die Begriffe Commercial Due Diligence und Market Due Diligence gleichbedeutend ein (vgl. Strauch (2004), S. 164). Howson (2012) verweist direkt auf die gemeinsame Verwendung der Begriffe Commercial Due Diligence und Market Due Diligence (vgl. Howson (2012), S. 13).

⁵⁸⁵ Vgl. Berens et al. (2005b), S. 62.

⁵⁸⁶ Vgl. Howson (2012), S. 5.

⁵⁸⁷ Teilsatz vgl. Brühl (2002), S. 315.

⁵⁸⁸ Teilsatz vgl. Strauch (2004), S. 164.

Unternehmenswertsteigerung bis zum möglichen Exit berechnen zu können.⁵⁸⁹ Für Private Equity Fonds ist das EBITDA in diesem Zusammenhang deshalb die wichtigste Maßgröße, da diese am nächsten am operativen Nettozahlungsstrom des Unternehmens liegt und nicht durch kalkulatorische Größen wie Abschreibungen oder durch eine Finanzierungs- und Steuerstrategie des Unternehmens verwässert werden kann.⁵⁹⁰

Der Blickwinkel richtet sich basierend auf der Unternehmensplanung dabei auf sämtliche Dimensionen des Unternehmens bzw. dessen geschäftlicher Aktivität (für eine ausführliche Beschreibung siehe z.B. Brühl (2002), Berens et al. (2005a), Brauner und Grillo (2011) und Howson (2012)).⁵⁹¹

- Umsatz/ Umsatzpotentiale
 - Produktprogramm
 - Marktsituation/ -wachstum und -struktur, Branchen- und Wettbewerbsumfeld, Reifegrad der Industrie
 - Vertriebsorganisation und Vertriebspolitik
 - Umfang, Stabilität und Zufriedenheit der Kundenbasis
- Kosten (v.a. Operational Due Diligence [*Anm. d. Verf.*])
 - Produktion (z.B. Produktionstechnik, Zustand, Kapazitäten, Prozesse, Standortanalyse, Materialien)
 - Beschaffung/ Einkauf
 - Forschung und Entwicklung
 - Personal/ Management
 - Informationssysteme
- Managementfähigkeiten (v.a. in Bezug darauf, strategische Vorteile herauszuarbeiten und Änderungen umzusetzen)
- Strategische Planung rund um Umsatz- und Kostenthemen

⁵⁸⁹ Vgl. Berens et al. (2005b), S. 61 f.

⁵⁹⁰ Vgl. Kaplan und Strömberg (2009), S. 138; vgl. Axelson et al. (2010), S. 4, die das EBITDA als Näherungsgröße für die Cash Flows des Unternehmens betrachten bzw. nutzen.

⁵⁹¹ Vgl. Strauch (2004), S. 164 ff.; S. 170 f.; vgl. Brauner und Grillo (2011), S. 327-377; vgl. Howson (2012), S. 9, S. 13 ff.; S. 18. Die Kostenseite wird oftmals auch gesondert unter einer ‚Technical Due Diligence‘ behandelt (so z.B. bei Strauch (2004), S. 170 f.).

In diesem Kontext werden während einer Commercial Due Diligence folgende Analysen durchgeführt:⁵⁹²

- Analyse der Vertriebsabläufe, der Vertriebskanalstruktur und der Kundenanforderungen
- Überprüfung der Annahmen zu Absatzmenge, Wachstum, Preis-Mix und Margen im Vergleich zu den Marktgegebenheiten
- Validierung des Business Plans auf Realitätsgrad und Durchführung von Sensitivitäten
- Identifikation der Werttreiber der Investition und Validierung der Synergieannahmen
- Herausarbeiten von Chancen und Risiken
- Erarbeiten von Input für den Umsetzungsplan
- Abgabe langfristiger strategischer Empfehlungen
- Bewertung der Managementqualität am Branchenstandard

Bei den Analysen einer Due Diligence kommt oftmals auch ein Benchmarking mit anderen Unternehmen zum Einsatz, wie sich im empirischen Teil dieser Arbeit bestätigend herausstellt.

Die Commercial Due Diligence ist die zentrale Informationsquelle bezüglich der zukünftigen Entwicklung des Zielunternehmens.⁵⁹³ Die quantifizierten Ergebnisse aus der Commercial Due Diligence gehen schließlich in die Financial Due Diligence ein, in deren Rahmen die detaillierten finanziellen Modellierungen und Sensitivitäten durchgeführt werden.⁵⁹⁴

f) Vendor Due Diligence/ Verkäufer Due Diligence

Die Vendor Due Diligence hat sich zunehmend etabliert⁵⁹⁵ und wird generell durch verkäuferseitig beauftragte externe Berater durchgeführt⁵⁹⁶. Idealerweise handelt der

⁵⁹² Vgl. Howson (2012), S. 18.

⁵⁹³ Vgl. Strauch (2004), S. 165; vgl. Howson (2012), S. 31.

⁵⁹⁴ Vgl. Berens et al. (2005b), S. 62; vgl. Howson (2012), S. 22.

⁵⁹⁵ Teilsatz vgl. Nawe und Nagel (2011), S. 777 f.

mit der Vendor Due Diligence beauftragte Dritte so, als wäre er vom Käufer beauftragt worden.⁵⁹⁷ Mit ihr möchte die Verkäufer im Sinne eines effizienten Verkaufsprozesses und einer Verkaufspreismaximierung mögliche Probleme im Verkaufsprozess rechtzeitig erkennen, seinerseits ein Signal zum Abbau von Informationsasymmetrien zum Käufer geben, eine konsistente Kommunikation an alle möglichen Käufer sicherstellen und Entscheidungsprozesse dokumentieren.⁵⁹⁸ Auf diesem Weg sollen Zuverlässigkeit der eigenen Angaben und das Vertrauen der Käufer erhöht werden.⁵⁹⁹ In einer Vendor Due Diligence werden meist finanzielle, steuerliche sowie rechtliche Themen behandelt, zunehmend auch strategische und operative Themen und in Sonderfällen auch Spezialthemen wie z.B. umweltnahe Fragestellungen.⁶⁰⁰ Zwar entbindet das Vorhandensein einer Vendor Due Diligence den Käufer nicht von der Wahrung seiner Sorgfaltspflicht⁶⁰¹ (Durchführung einer Käufer Due Diligence), doch trägt diese zu einem deutlich effizienteren und kostengünstigeren Entscheidungsprozess bei, gerade für potentielle Käufer, die vorzeitig aus dem Transaktionsprozess aussteigen⁶⁰². Dennoch wird den Verkäuferangaben, insbesondere der Vendor Due Diligence in der Praxis nur ein begrenzter Wert beigemessen: Aufgrund der Interessenslage, das Zielunternehmen zu einem möglichst hohen Preis zu verkaufen, fallen Verkäuferangaben in der Praxis mehrheitlich zu positiv aus, worauf im empirischen Teil dieser Arbeit (Kapitel 5) näher eingegangen wird.

g) Sonstige Due Diligence-Gutachten

Neben den bisher beschriebenen Due Diligence Arten gibt es noch spezielle Arten der Due Diligence, die je nach Unternehmen und spezifischer Fragestellung durchgeführt werden:⁶⁰³

- Commercial-Technological Due Diligence: Analyse von Produkt und Markt des Unternehmens mit Hinblick auf strategisch-technologische Fragestellungen

⁵⁹⁶ Teilsatz vgl. Kinzius (2011), S. 808; vgl. Nawe und Nagel (2011), S. 789.

⁵⁹⁷ Vgl. Nawe und Nagel (2011) S. 789.

⁵⁹⁸ Vgl. Nawe und Nagel (2011), S. 777.

⁵⁹⁹ Vgl. Nawe und Nagel (2011), S. 784, S. 798 f.

⁶⁰⁰ Vgl. Nawe und Nagel (2011), S. 778 f. Eine detaillierte Beschreibung der Themen im Rahmen der Vendor Due Diligence findet sich ebd. S. 779-784.

⁶⁰¹ Teilsatz vgl. Nawe und Nagel (2011), S. 789.

⁶⁰² Letzte drei Teilsätze vgl. Nawe und Nagel (2011), S. 790; vgl. Kinzius (2011), S. 808.

⁶⁰³ Für nähere Details dazu sei auf die entsprechende Literatur verwiesen.

gen (z.B. Vorteile von Technologien, Schutzrechte, Gefährdung durch andere Technologien, technologische Verbesserungen/ Wertsteigerungspotentiale, Weiterentwicklung und Umsetzung von Technologien, Kombination von Technologien, Wachstumschancen mit Bezug auf Kundenwünsche und Märkte, Differenzierungsmöglichkeiten)⁶⁰⁴

- Environmental Due Diligence: Erfassung aller umweltrelevanten Risiken und deren finanzieller Auswirkungen (z.B. mögliche Umweltbelastungen durch Abwässer/ Emissionen/ Lärm, Ressourcen- und Energieverbrauch, Gebäudetechnik, notwendige Investitionen zur Einhaltung von Umweltstandards, Bewertung von Klimaschutzprojekten)⁶⁰⁵
- IT Due Diligence: Unternehmensspezifische Analyse der IT-Systeme und IT-Infrastruktur in Bezug zu Organisation, Unternehmenszielen, Wachstumsmöglichkeiten und Kosten (z.B. Entkoppelung aus bestehendem Unternehmensverbund, Integration mit anderen IT-Systemen nach der Transaktion, Effizienzsteigerungen, Know-How Transfer, Investitionsbedarfe, Umsetzung von Änderungen)⁶⁰⁶
- Insurance Due Diligence: Analyse aller versicherungsbezogener Risiken im Zielunternehmen⁶⁰⁷
- Cultural Due Diligence: Systematisierte Analyse der Unternehmenskultur mit Hinblick auf kulturelle Risiken/ Informationsasymmetrien in einem Unternehmen bzw. dessen Führung nach der Transaktion (allgemeine Kulturanalyse, Organizational Cultural Inventory (OCI), Gruppendiskussionen, Landesspezifische Themen)⁶⁰⁸

⁶⁰⁴ Vgl. Schuh et al. (2011), S. 598.

⁶⁰⁵ Vgl. Betko et al. (2011), S. 577 f.

⁶⁰⁶ Vgl. Koch und Menke (2011), S. 623-649; vgl. Berens et al. (2011a), S. 896.

⁶⁰⁷ Vgl. Marten und Köhler (1999), S. 339.

⁶⁰⁸ Vgl. Strauch (2004), S. 167 f.; vgl. Högemann (2011), S. 564-571.

3.4.2.3 Evaluation von möglichen Beteiligungen: Unternehmensbewertung und Private Equity

Die Bewertung von Unternehmen ist innerhalb der Betriebswirtschaftslehre eine der zentralen Problemstellungen, zu der es eine sehr große Bandbreite an Literatur und Forschung gibt.⁶⁰⁹ Für Private Equity Gesellschaften und deren Berater gehört die Ermittlung des Kaufpreises für ein Unternehmen zum regelmäßigen Handwerk, weil dem Beteiligungserwerb stets eine Unternehmensbewertung zugrunde liegt⁶¹⁰. Brebeck et al. (2005) definieren Unternehmensbewertung „*als die Bestimmung desjenigen Betrages, der für eine alternative Investition mit dem gleichen finanziellen Nutzenbeitrag zu zahlen wäre*“⁶¹¹. Es stehen also die individuellen Dispositionsmöglichkeiten von Käufer und Verkäufer im Fokus der Wertermittlung⁶¹², das Unternehmen ist demnach in das vorhandene Entscheidungsfeld des Investors einzuordnen⁶¹³. Dadurch ergibt sich ein Entscheidungsraum, der durch die maximale Zahlungsbereitschaft des Käufers auf der einen Seite und durch die Mindestpreisforderung des Verkäufers auf der anderen Seite definiert wird.⁶¹⁴ Das Prinzip von individueller maximaler Zahlungsbereitschaft bzw. Mindestpreisforderung wird als Grenzpreiskalkül bezeichnet.⁶¹⁵ Es kann nur dann einen Einigungsbereich geben, wenn die maximale Zahlungsbereitschaft des Käufers oberhalb der Mindestpreisvorstellung des Verkäufers liegt.⁶¹⁶ In diesem Rahmen wird der Käufer einen möglichst niedrigen, der Verkäufer einen möglichst hohen Kaufpreis anstreben.⁶¹⁷ Je höher der vereinbarte Kaufpreis in diesem Intervall liegt, desto mehr behält logischerweise der Verkäufer einen Anteil am Wert für sich ein, den der Käufer mit dem Unternehmen zu realisieren erwartet. Über die Zeit haben sich viele Bewertungsmethoden herausgebildet.⁶¹⁸ Dieser Abschnitt soll dem Leser einen kurzen Überblick über die im Pri-

⁶⁰⁹ Vgl. Strauch (2004), S. 6.

⁶¹⁰ Teilsatz vgl. Brebeck et al. (2005), S. 86.

⁶¹¹ Brebeck et al. (2005), S. 86.

⁶¹² Teilsatz vgl. Moxter (1983), S. 23.

⁶¹³ Teilsatz vgl. Sieben (1976), S. 497.

⁶¹⁴ Vgl. Sieben und Schildbach (1979), S. 498-499.

⁶¹⁵ Vgl. Strasser (2000), S. 26.

⁶¹⁶ Vgl. Mandl und Rabel (1997), S. 17.

⁶¹⁷ Siehe Abschnitt 4.1 zu den Interessenslagen von Käufer, Verkäufer und Management bei der Transaktion.

⁶¹⁸ Vgl. Brebeck et al. (2005), S. 87.

vate Equity gängigen Unternehmensbewertungsverfahren bieten, für vertiefende Details sei auf die entsprechende Literatur verwiesen.

Private Equity Fonds nutzen zur Ermittlung des Beteiligungswerts verschiedene Bewertungsansätze. Im Zentrum der Investitionsentscheidung von Finanzinvestoren liegt die erwartete und möglichst hohe Rendite auf das eingesetzte Kapital.⁶¹⁹ Somit steht nicht alleine der Kaufpreis im Blick der Entscheider, sondern auch der mögliche Verkaufspreis der zum Exit-Zeitpunkt nach allen Wertsteigerungs- und Synergiepotentialen, sowie mögliche Netto-Ausschüttungen im Lauf der Halteperiode.⁶²⁰ Dementsprechend dreht sich die Bewertung der Investition vereinfacht um das Zusammenspiel folgender Größen:

- Kaufpreis der Beteiligung im Investitionszeitpunkt
- Erwartete Netto-Ausschüttungen während der Halteperiode
- Erwartetes Wertsteigerungspotential und ggf. erwartete Synergien mit anderen Portfoliounternehmen über die Halteperiode (vgl. Abschnitt 3.4.4)
- Anteil der Fremdfinanzierung beim Unternehmenskauf/ ‚Leverage‘ (vgl. dazu Abschnitt 3.4.3)
- Erwarteter Kaufpreis der Beteiligung im Exit-Zeitpunkt

Grundsätzlich gibt es eine ganze Bandbreite an Verfahren, um ein Unternehmen zu bewerten, diese lassen sich in vier Kategorien einteilen (siehe Tabelle 3).

⁶¹⁹ Vgl. Brebeck et al. (2005), S. 86.

⁶²⁰ Vgl. Hess (2007), S. 51 f.

	Unternehmensbewertungsverfahren			
	Gesamtbewertungsverfahren	Einzelbewertungsverfahren	Mischverfahren	Überschlagsrechnungen
Prinzip	<ul style="list-style-type: none"> • Bewertung des gesamten Unternehmens/ der Eigentumsrechte • Diskontierung künftiger Überschüsse (Erfolge/ Zahlungsströme) 	<ul style="list-style-type: none"> • Beruhen auf der Einzelbewertung von Vermögensgegenständen • Grundlage sind Bilanz und Inventar 	<ul style="list-style-type: none"> • Bauen auf einer Mischung aus Ertrags- und Substanzwert auf 	<ul style="list-style-type: none"> • Bewertung des gesamten Unternehmens/ der Eigentumsrechte • Verwendung von Marktwerten bzw. Transaktionspreisen von Vergleichsunternehmen
Methoden	<ul style="list-style-type: none"> • Ertragswert-Methode/ Equity-Ansatz • Discounted Cash-Flow-Methoden • Venture Capital Methode 	<ul style="list-style-type: none"> • Substanzwert • Liquidationswert/ Zerschlagungswert 	<ul style="list-style-type: none"> • Mittelwertverfahren • Übergewinnverfahren 	<ul style="list-style-type: none"> • Marktpreisorientierte Verfahren Multiplikator-Ansätze
Grad der Analytik	Hoch	Mittel	Hoch	Niedrig/ pauschal

Tabelle 3: Arten von Unternehmensbewertungsverfahren.⁶²¹

a) Gesamtbewertungsverfahren

Die Gesamtbewertungsverfahren zielen auf das gesamte Unternehmen ab, wobei das Berechnungsprinzip auf der Diskontierung künftig zu erwartender Zahlungsströme an den Investor auf den Bewertungsstichtag beruht.⁶²² Sie haben somit ihren Ursprung in der Investitionstheorie.⁶²³ Dabei handelt es sich im Fall von Discounted Cashflow-Verfahren (DCF) um ein Bruttoverfahren, beim Ertragswert-Verfahren und dem diesen ähnlichen Equity-Ansatz handelt es sich um einen Nettokapitalwert.⁶²⁴ Bruttoverfahren beziffern den Wert des Gesamtkapitals (Eigenkapital und Fremdkapital).

⁶²¹ Eigene Darstellung in inhaltlicher Anlehnung an Brebeck et al. (2005), S. 87; Ballwieser (2007), S. 8 ff.; Drukarczyk und Schüler (2007), S. 103; Klein und Jonas (2011), S. 159. Zu den Einzelbewertungsverfahren ließen sich noch ‚Sum of Parts‘ bzw. Zerschlagungswerte hinzuzählen (diese werden auch im Rahmen der empirischen Befragung berücksichtigt). Neben den hier aufgeführten Unternehmensbewertungsverfahren ist noch der kapitalmarkttheoretische Bewertungsansatz zu erwähnen, bei welchem der Unternehmenswert aus der Duplikation der Unternehmenszahlungen mit Hilfe eines Portfolios aus unsicheren Wertpapieren, Zero Bonds und ggf. unter Hinzunahme eines persönlichen nicht marktfähigen Einkommens erfolgt (vgl. Wilhelm (2005); vgl. Wilhelm (2005) für eine ausführliche Beschreibung).

⁶²² Vgl. Brebeck et al. (2005), S. 88 f.; vgl. Ballwieser (2007), S. 8 ff.; vgl. Drukarczyk und Schüler (2007), S. 106; vgl. Klein und Jonas (2011), S. 162.

⁶²³ Vgl. Brebeck et al. (2005), S. 88; vgl. Klein und Jonas (2011), S. 162.

⁶²⁴ Vgl. Ballwieser (2007), S. 116; vgl. Drukarczyk und Schüler (2007), S. 234 f. Der wesentliche Unterschied zwischen Equity Ansatz und Ertragswert-Verfahren ergibt sich aus dem verwendeten Zinssatz für die Diskontierung: Während der Equity-Ansatz auf Marktzinsen (z.B. aus dem CAPM) zurückgreift, beruht die Ertragswert-Methode auf einem individuellen Grenzpreiskalkül (vgl. Ballwieser (2007), S. 116; vgl. Drukarczyk und Schüler (2007), S. 234 f.).

pital), Nettoverfahren lediglich auf den Wert des Eigenkapitals.⁶²⁵ DCF-Verfahren gibt es in unterschiedlicher Form und sie stellen direkt auf die Zahlungsströme des Unternehmens ab.⁶²⁶ Ertragswertverfahren diskontieren die künftigen Ausschüttungen⁶²⁷, sie basieren also auf den Gewinnen des zu bewertenden Unternehmens. Sowohl DCF- als auch Ertragswertverfahren sind die am stärksten verbreiteten Methoden.⁶²⁸ Für Finanzinvestoren sind DCF-Verfahren die wichtigsten Gesamtbewertungsverfahren.⁶²⁹ Für Venture Capital Gesellschaften eignet sich neben DCF-Verfahren häufig auch die zu diesen ähnliche ‚Venture Capital Methode‘ als Gesamtbewertungsverfahren, welches der höheren Unsicherheit, dem speziellen Profitabilitätsverlauf und der fehlenden Historie Rechnung bei jungen Unternehmen tragen soll.⁶³⁰ Darüber hinaus wird bei dieser Methode nicht nur der Unternehmenswert, sondern der dem Investitionsbetrag entsprechende Beteiligungsanteil ermittelt.⁶³¹ Diese Methode erfolgt in den folgenden drei Schritten:⁶³² Ermittlung des Unternehmenswerts zum Exit-Zeitpunkt (z.B. mit Multiple-Bewertungen, die unter Punkt d) im weiteren Verlauf dieses Abschnitts näher erläutert werden), Diskontierung dieses Wertes mit der Zielrendite des Venture Capital Investors auf den Bewertungsstichtag und schließlich Ermittlung des zuzurechnenden Beteiligungsanteils durch Division der geplanten Investitionssumme durch den ermittelten diskontierten Unternehmenswert.

b) Einzelbewertungsverfahren

Einzelbewertungsverfahren bauen auf Bilanz und Inventar eines Unternehmens auf, wobei sich der Unternehmenswert aus der Summe aller Vermögensgegenstände abzüglich der Schulden ergibt.⁶³³ Sie haben wegen der Vernachlässigung von Werten, die sich aus der Kombination der Unternehmensbestandteile ergibt, nur noch

⁶²⁵ Vgl. Ballwieser (2007), S. 116.

⁶²⁶ Vgl. Klein und Jonas (2011), S. 165 f.

⁶²⁷ Teilsatz vgl. Klein und Jonas (2011), S. 162.

⁶²⁸ Vgl. Brebeck et al. (2005), S. 88.

⁶²⁹ Vgl. Hommel et al. (2003), S. 10; vgl. Brebeck et al. (2005), S. 89.

⁶³⁰ Vgl. Friedli (2001), S. 97; vgl. Hommel et al. (2003), S. 9 f.; vgl. Achleitner und Nathusius (2003), S. 14-16; vgl. Brebeck et al. (2005), S. 90, S. 98 f.

⁶³¹ Vgl. Achleitner und Nathusius (2003), S. 16; vgl. Brebeck et al. (2005), S. 103.

⁶³² Vgl. Achleitner und Nathusius (2003), S. 14-16.

⁶³³ Vgl. Brebeck et al. (2005), S. 88; vgl. Ballwieser (2007), S. 10.

eine nachrangige Bedeutung.⁶³⁴ Hier wird zwischen dem Substanzwert und dem Liquidationswert unterschieden.⁶³⁵ Ersterer geht von der Fortführung des Unternehmens aus, es wird also eine ‚Nachkonstruktion‘ des gegenwärtigen Unternehmens ermittelt⁶³⁶, was nur einen bedingten Realitätsgrad darstellt, zudem Synergien und selbst aufgebaute, originäre Unternehmenswerte nicht berücksichtigt werden⁶³⁷. Anders als beim Substanzwert, geht man beim aussagekräftigeren Liquidations-/ bzw. Zerschlagungswert von einer Auflösung bzw. Zerschlagung des Unternehmens aus, es gilt also, die möglichen Erlöse aus dem Verkauf aller gegenwärtigen Vermögensgegenstände des Unternehmen abzüglich der Stilllegungskosten (z.B. Sozialpläne) zu bestimmen, von denen letztlich die Schulden abgezogen werden.⁶³⁸ Unter Umständen ist hier noch ein Liquidationsabschlag zu berücksichtigen.⁶³⁹ Grundsätzlich wird dem Substanzwert im Kontext der Zukunftserfolgsverfahren (DCF, Ertragswert) lediglich die Funktion eines Kontrollwerts beigemessen.⁶⁴⁰

c) Mischverfahren

Aus der Kombination von Gesamt- und Einzelbewertungsverfahren entstehen die Mischverfahren, die prinzipiell den Substanzwert mit dem Ertragswert vermischen.⁶⁴¹ Neben dem Mittelwertverfahren (Durchschnitt aus Substanz- und Ertragswert), gibt es sog. Übergewinnverfahren.⁶⁴² Den Übergewinnverfahren liegt die Annahme zugrunde, dass ein Unternehmen langfristig als Gewinn lediglich eine marktübliche Verzinsung auf seinen Substanzwert, die Substanzverzinsung, erwirtschaften kann⁶⁴³, weil im Fall von Übergewinnen solange Wettbewerber in den Markt eindringen, bis die Kapitalverzinsung der Unternehmen nicht mehr über die auf dem Markt übliche Verzinsung hinausgehen⁶⁴⁴. Von dieser Normalgewinnhypothese ausgehend wird die Differenz aus erwartetem jährlichem Ertrag des Unternehmens und der

⁶³⁴ Vgl. Brebeck et al. (2005), S. 88.

⁶³⁵ Vgl. Ballwieser (2007), S. 10; vgl. Drukarczyk und Schüler (2007), S. 103.

⁶³⁶ Teilsatz vgl. Moxter (1983), S. 41; vgl. Brebeck et al. (2005), S. 88.

⁶³⁷ Teilsatz vgl. Ballwieser (2007), S. 10.

⁶³⁸ Vgl. Brebeck et al. (2005), S. 88; vgl. Ballwieser (2007), S. 10; vgl. Drukarczyk und Schüler (2007), S. 100.

⁶³⁹ Vgl. Brebeck et al. (2005), S. 88.

⁶⁴⁰ Vgl. Sieben e.a. (1979), S. 455.

⁶⁴¹ Vgl. Ballwieser (2007), S. 10; vgl. Drukarczyk und Schüler (2007), S. 103.

⁶⁴² Vgl. Ballwieser (2007), S. 10; vgl. Drukarczyk und Schüler (2007), S. 98 f.

⁶⁴³ Teilsatz vgl. Meyering (2007), S. 135; vgl. Drukarczyk und Schüler (2007) S. 473 f.

⁶⁴⁴ Teilsatz vgl. Drukarczyk und Schüler (2007), S. 99.

Substanzverzinsung gebildet (Übergewinne).⁶⁴⁵ Schließlich ergibt sich der Unternehmenswert als Summe aus Substanzwert und dem Produkt aus Übergewinnen mit der Anzahl an Jahren, in denen diese Übergewinne erwartet werden. Von diesen Verfahren ist das sog. ‚Stuttgarter Verfahren‘ für die Ermittlung der Schenkungs- oder Erbschaftssteuer von praktischer Relevanz⁶⁴⁶, ansonsten sind sie in der Praxis aufgrund ihrer Defizite im Bezug zum Grenzpreiskalkül recht wenig verbreitet⁶⁴⁷.

d) Überschlagsrechnungen

Überschlagsrechnungen sind als pauschale Bewertungsansätze zu sehen, bei denen der Unternehmenswert aus dem beobachtbaren Wert möglichst ähnlicher anderer Unternehmen errechnet wird.⁶⁴⁸ Dabei kommen zur Bewertung meist Multiplikatoren zum Einsatz, die das Verhältnis des Unternehmenswerts zu Finanzkennzahlen wie EBIT, EBITDA, Umsatz Jahresüberschuss, Cash Flow widerspiegeln.⁶⁴⁹ Je nachdem, ob der Gesamtwert des Unternehmens oder der Wert des Eigenkapitals im Fokus steht, spricht man von Gesamtkapital- oder Eigenkapitalmultiplikatoren.⁶⁵⁰ Diese ‚Multiples‘ werden aus den Werten der Vergleichsunternehmen errechnet und können herangezogen werden, um einen groben potentiellen Marktpreis des Zielunternehmens zu berechnen.⁶⁵¹ Dafür werden entweder die Multiples von vergleichbaren Unternehmen auf öffentlich gehandelten Märkten herangezogen (‚Market Comparables‘) oder die Multiples von Transaktionen vergleichbarer Unternehmen aus der jüngeren Vergangenheit (‚Transaction Comparables‘).⁶⁵² Je mehr möglichst ähnliche Unternehmen für den Vergleich zur Verfügung stehen, umso treffsicherer sind die Ergebnisse.⁶⁵³ Für die Vergleichbarkeit von Unternehmen können *„Markt, Produkte, Wettbewerbssituation, Management, Ergebnisse, Rücklagen, Kapitalstruktur und*

⁶⁴⁵ Dieser und nächster Satz vgl. Meyering (2007), S. 135.

⁶⁴⁶ Teilsatz vgl. Ballwieser (2007), S. 10; ; vgl. Drukarczyk und Schüler (2007), S. 98; vgl. § 12 Abs. 2 ErbStG; vgl. § 11 Abs. 2 Satz 2 BewG.

⁶⁴⁷ Teilsatz vgl. Brebeck et al. (2005), S. 87 f., Fußnote 9.

⁶⁴⁸ Vgl. Brebeck et al. (2005), S. 89; vgl. Ballwieser (2007), S. 10; vgl. Drukarczyk und Schüler (2007), S. 99 f; vgl. Klein und Jonas (2011), S. 159.

⁶⁴⁹ Vgl. Ballwieser (2007), S. 202, Abbildung 16; vgl. Drukarczyk und Schüler (2007), S. 473; vgl. Klein und Jonas (2011), S. 161.

⁶⁵⁰ Vgl. Klein und Jonas (2011), S. 161.

⁶⁵¹ Vgl. Drukarczyk und Schüler (2007), S. 473; vgl. Klein und Jonas (2011), S. 159.

⁶⁵² Vgl. Drukarczyk und Schüler (2007) S. 473.

⁶⁵³ Vgl. Drukarczyk und Schüler (2007), S. 474.

*Kreditwürdigkeit*⁶⁵⁴herangezogen werden. Multiple-Verfahren sind eine eindimensionale Verknüpfung des Unternehmenswerts mit einer Leistungskennzahl.⁶⁵⁵ Deshalb bestehen sie einerseits z.B. durch ihre Einfachheit/ Kommunizierbarkeit, die Schnelligkeit in der Berechnung, ihre Robustheit bei Änderungen von Prämissen (auch wenn dies bei anderen Bewertungsmethoden genauso zutrifft), bei der Prognose des Bewertungsverhaltens Dritter, ihrem objektiven Charakter sowie mit Ihrer Eignung bei Unternehmen mit geringer Historie und in der Funktion als erste Orientierung.⁶⁵⁶ Dadurch erfreuen sie sich in der Praxis einer entsprechend hohen Beliebtheit⁶⁵⁷ und werden gerade auch von Finanzinvestoren häufig verwendet⁶⁵⁸. Andererseits bringen diese Vorteile methodische Nachteile mit sich.⁶⁵⁹ Werden sie gründlich durchgeführt, muss das zu bewertende Unternehmen ähnlich tief wie bei einer DCF-Rechnung untersucht werden⁶⁶⁰, was wiederum die Schnelligkeit der Multiple-Bewertung relativiert⁶⁶¹. So wird die unternehmensspezifische Situation vernachlässigt, die Fortführung der dem Multiple zugrundeliegenden Größen wird stark vereinfachend unterstellt und meistens ist der direkte Vergleich mit anderen Unternehmen schwierig.⁶⁶² Gerade die Unternehmen, deren Zahlen öffentlich verfügbar sind, haben oftmals eine Vielzahl von Produkten und mehrere Geschäftsbereiche, wodurch die direkte Vergleichbarkeit in der Praxis schwer herzustellen oder starken Einschränkungen unterworfen ist. Bei intransparenten Märkten wiederum ist die Anwendbarkeit von Multiplikatorverfahren wegen fehlender Anhaltspunkte grundsätzlich fraglich. Deswegen bringt die Vergleichbarkeit von Unternehmen oder einzelnen Unternehmenssparten einen entsprechenden Diskussionsbedarf mit sich.⁶⁶³ Ebenso würde die Multiple-Bewertung eine mögliche Überbewertung aller Unternehmen einer Branche nicht unmittelbar aufdecken und zu Zeiten überhitzter Kapitalmärkte (z.B. DotCom-Blase im Jahr 2001) zu nicht sinnvollen Ergebnissen führen. Des Weiteren reicht der Vergleich mit den Unternehmenswertvorstellungen anderer Marktteilnehmer lediglich als Argumentationsgrundlage aus, jedoch nicht als begründeter

⁶⁵⁴ Klein und Jonas (2011), S. 160.

⁶⁵⁵ Vgl. Drukarczyk und Schüler (2007), S. 473.

⁶⁵⁶ Vgl. Ballwieser (2007), S. 205; vgl. Klein und Jonas (2011), S. 159 f.

⁶⁵⁷ Teilsatz vgl. Krolle et al. (2005), Vorwort; vgl. Ballwieser (2007), S. 205; vgl. Klein und Jonas (2011), S. 159 f.

⁶⁵⁸ Teilsatz vgl. Brebeck et al. (2005), S. 89.

⁶⁵⁹ Vgl. Brebeck et al. (2005), S. 89.

⁶⁶⁰ Teilsatz vgl. Koller et al. (2005), S. 67; vgl. Drukarczyk und Schüler (2007), S. 474.

⁶⁶¹ Teilsatz vgl. Ballwieser (2007), S. 205.

⁶⁶² Vgl. Klein und Jonas (2011), S. 160.

⁶⁶³ Dieser und nächster Satz vgl. Ballwieser (2007), S. 205.

Wert für eigene Entscheidungen. Sind Unternehmen ausreichend gut vergleichbar, können unterschiedlich hohe Multiples mit verschiedenen Erwartungen an die zukünftige Unternehmensentwicklung begründet werden. Aus diesem Grund sollten Überschlagsrechnungen lediglich als Daumenregel, zur Plausibilisierung oder Ergänzung der Ergebnisse von analytisch tieferen Bewertungsverfahren verwendet werden.⁶⁶⁴ Weiterhin kann dieser Bewertungsansatz als einfaches Maß gerade auch dann verwendet werden, wenn bei einem gegebenen bezahlten Unternehmenswert die Wertsteigerung durch operative Verbesserungen und Synergien ermittelt werden soll.

In der Private Equity Praxis kommen meist Ertragswert- oder DCF-Verfahren kombiniert mit der Multiple- Bewertung zum Einsatz, teilweise kommt auch der Substanzwert und bei Restrukturierungen der Liquidationswert des Unternehmens mit ins Kalkül.⁶⁶⁵ Venture Capital Gesellschaften verwenden zusätzlich die auf ihr Geschäftsmodell angepasste Venture-Capital-Methode (s.o.). Nachdem keine der Bewertungsmethoden als die einzig richtige bezeichnet werden kann, sollten stets die Ergebnisse verschiedener Bewertungsmethoden als Entscheidungsgrundlage verwendet werden.⁶⁶⁶

3.4.3 Deal-Strukturierung: Syndizierung und Finanzierung des Unternehmenskaufs („Leverage-Effekt“)

Gegenstand der Deal-Strukturierung sind Renditemaximierung, Risikobegrenzung, Herstellung von Einfluss- und Kontrollmöglichkeiten auf das Unternehmen und dessen Management, die Sicherung der Liquidität/ des Zugriffs auf Zahlungsströme und die Sicherung des Exits.⁶⁶⁷ Dazu können weitere Eigen- bzw. Fremdkapitalgeber für die Strukturierung einer Transaktion herangezogen werden. Die erste Gruppe sind z.B. andere Private Equity Investoren oder stille Gesellschafter, die gemeinsam als

⁶⁶⁴ Vgl. Brebeck et al. (2005), S. 89; vgl. Drukarczyk und Schüler (2007), S. 474.

⁶⁶⁵ Vgl. Kraft (2001a), S. 18; vgl. Hess (2007), S. 50 f.; vgl. Buberl und Heucher (2001), S. 108; vgl. Ivanova und Rossitza (2001), S. 174, S. 188 f., S. 191 f. im Zusammenhang mit Exit-Bewertung.

⁶⁶⁶ Vgl. Achleitner und Nathusius (2003), S. 17.

⁶⁶⁷ Vgl. Cole und Sokol (1998), S. 36 ff.; vgl. Kraft (2001b), S. 142; Hintergrundinterviews.

Käufer auftreten (Syndizierung)⁶⁶⁸, wodurch mehrere Parteien die Beteiligungswürdigkeit überprüfen können⁶⁶⁹. Eine der beteiligten Private Equity Gesellschaften nimmt in der Regel die leitende bzw. koordinierende Funktion des ‚Lead Investors‘ ein. Die Syndizierung dient zum einen der Diversifikation und zur Erhöhung der finanziellen Möglichkeiten.⁶⁷⁰ Wu (2009) findet in einer empirischen Untersuchung heraus, dass die Wahrscheinlichkeit einer Syndizierung mit Investitionsvolumen, räumlicher Entfernung zum Zielunternehmen und Erfahrung der Verantwortlichen entsprechend ansteigt. Eine ausführlichere Erläuterung zur Deal-Syndizierung findet sich z.B. in Gompers und Lerner (2006). Die zweite Gruppe, also Fremdkapitalgeber, werden in der Regel dann herangezogen, wenn ein Finanzinvestor eine Beteiligung an einem existierenden oder reifen Unternehmen im Rahmen eines Buyouts erwirbt. Hierbei wird der Kaufpreis meistens nur zu einem geringen Anteil aus dem Fondsvermögen aufgebracht – dies geschieht in Form eines Leveraged Buyout (LBO).⁶⁷¹ Der LBO – meist eine Mehrheitsbeteiligung – ist eine gängige Transaktionsform im Buyout Geschäft, weshalb Private Equity Funds oftmals auch als ‚Leveraged Buyout Funds‘ bezeichnet werden⁶⁷². Buyout-Transaktionen können auch in Form eines Management Buyout⁶⁷³ (oder eines Management Buy-In) stattfinden, weil hier ebenso Private Equity Investoren und Fremdkapitalgeber zur Bewältigung des Kaufpreises hinzugezogen werden (siehe Abschnitt 3.4.5 zu Management Buyout und Management Buy-In). Nachdem das Fremdkapital über das zu kaufende Unternehmen aufgenommen und über dessen Aktiva und Zahlungsströme besichert wird⁶⁷⁴, suchen Buyout Funds für ihre Investitionen Unternehmen, die zusätzliches Fremdkapital aufnehmen können und bei denen die Zahlungsströme vorhersehbar und stabil sind.⁶⁷⁵ Denn das aufgenommene Fremdkapital ist vorübergehend und von daher in

⁶⁶⁸ Teilsatz vgl. Gompers und Lerner (2001), S. 156; vgl. Ivanova und Rossitza (2001), S. 182 im Zusammenhang mit Management Buyouts. Wu (2009) hat herausgefunden, dass Investitionsgröße, Räumliche Entfernung und Erfahrung der Investoren die Wahrscheinlichkeit für eine syndizierte Transaktion erhöhen.

⁶⁶⁹ Teilsatz vgl. Gompers und Lerner (2001), S. 156.

⁶⁷⁰ Vgl. Wu (2009), S. 3 f.

⁶⁷¹ Vgl. Kaplan und Strömberg (2009), S. 121 f.; vgl. Axelson et al. (2010), S. 7; vgl. Schuh et al. (2011), S. 595.

⁶⁷² Teilsatz vgl. Kaplan und Strömberg (2009), S. 131, Fußnote 2. Die Autoren verwenden die Begriffe Leveraged Buyout und Private Equity synonym (ibid.). Dies steht freilich im Gegensatz zu der Begriffszuordnung in Abschnitt 3.1.2.

⁶⁷³ Vgl. Ivanova und Rossitza (2001), S. 182 f.; vgl. Fischer und Louis (2008), S. (3).

⁶⁷⁴ Teilsatz vgl. Diller (2007), S. 46.

⁶⁷⁵ Vgl. Blome-Drees und Rang (2006), S. 23 f.; vgl. Achleitner et al. (2009a), S. 12.

absehbarer Zeit über die Cash Flows des Unternehmens zurückzubezahlen.⁶⁷⁶ Der tatsächliche Fremdkapitalanteil einer PE-Beteiligung variiert von Deal zu Deal und ist z.B. von folgenden Faktoren abhängig:⁶⁷⁷

- Allgemeine Konjunkturlage (v.a. auf den Finanzmärkten) und insbesondere die Entwicklung des Fremdkapitalmarkts (Verfügbarkeit von Finanzierungsmöglichkeiten, inkl. Markt für Fremdkapital-basierte Anleihen und Junk Bonds)⁶⁷⁸
- Höhe und Stabilität der Cash Flows des Zielunternehmens
- Wirtschaftliche Verfassung des Zielunternehmens
- Branche des Zielunternehmens
- Reputation der Private Equity Gesellschaft
- Beziehungen zu Fremdkapitalgebern

Trotz der Variation des Fremdkapitalanteils macht dieser meist den größten Teil des Beteiligungswerts aus. Laut Metrick und Yasuda (2010) kann die Fremdfinanzierung das Drei- bis Vierfache des vom Fund investierten Eigenkapitalvolumens betragen.⁶⁷⁹ Kaplan und Strömberg (2009) gehen davon aus, dass meist 60 bis 90 Prozent des Kaufpreises aus einer Fremdkapitalfinanzierung stammen.⁶⁸⁰ Die Fremdfinanzierung des Unternehmenskaufs über das Zielunternehmen erhöht den Fremdkapitalanteil und damit die Kapitalstruktur in dessen Bilanz in bedeutendem Umfang.

Das Kapital für die Fremdfinanzierung wiederum weist eine heterogene Struktur auf. So wird ein Großteil als vorrangiges und besichertes Fremdkapital meist von Banken oder Investmentbanken vergeben, die Ihre Forderung wiederum teilweise an Hedge

⁶⁷⁶ Vgl. Schuh et al. (2011), S. 595.

⁶⁷⁷ Vgl. Howson (2012), S. 7.

⁶⁷⁸ Vgl. Axelson et al. (2010), S. 4 f. Die Autoren identifizieren aus ihrem Datensatz die Fremdkapitalmarktkonditionen als Haupttreiber für das Ausmaß des Leverage bei Private Equity Transaktionen. Dabei zeigen sie einen negativen Zusammenhang zwischen der Entwicklung der Zinsspanne von ‚Leverage-Krediten‘ zum LIBOR und dem Verschuldungsgrad von Unternehmen, die mittels eines LBO gekauft wurden. Daraus schließen die Autoren auf eine Nutzung günstiger Konditionen auf dem Fremdkapitalmarkt zur Bewältigung höherer Schuldenbeträge bei gegebenen Zahlungsströmen im Rahmen des LBO. Über die Dealebene hinausgehend weisen Ljungqvist et al. (2008) einen positiven Zusammenhang zwischen der gesamten Buyout-Aktivität und den Kreditmarktkonditionen nach.

⁶⁷⁹ Vgl. Metrick und Yasuda (2010), S. 2303. Dies entspricht einem Fremdkapitalanteil von 75 bis 80 Prozent.

⁶⁸⁰ Vgl. Kaplan und Strömberg (2009), S. 124.

Fonds oder andere institutionelle Anleger veräußern.⁶⁸¹ Diese Investoren bündeln in anschließend verschiedene derartige Engagements und verbriefen diese in unterschiedlich vorrangige Wertpapiere für den Verkauf an weitere institutionelle Anleger.⁶⁸² Oftmals handelt es sich bei dem Fremdkapital um ein endfälliges Darlehen, mit dem Vorteil, dass während der Halteperiode kein Zinsdienst (und keine Tilgung) geleistet werden muss und die Rückzahlung zum Exit-Zeitpunkt Teil der Verkaufsplanung ist.⁶⁸³ Der andere Teil der Fremdkapitalfinanzierung einer PE Beteiligung wird durch nachrangiges Fremdkapital, also Mezzanine Kapital oder hochverzinsliche Anleihen (teilweise sogenannte ‚Junk Bonds‘ bzw. ‚High-Yield Bonds‘) abgedeckt.⁶⁸⁴ Zuletzt trägt oftmals das Management des Unternehmens einen kleinen Teil des Eigenkapitals zur Beteiligung bei.⁶⁸⁵ Alternativ erhält das Management ‚Sweet Equity‘, also die Option, einen gewissen Anteil am Unternehmen zum Preis des Kaufzeitpunkts zu erwerben.⁶⁸⁶ Der Hauptgrund hierfür dient der Gleichlauf von Interessen zwischen dem Management und dem Investor bezüglich der Anstrengungen zur Unternehmenswertsteigerung (dies wird in Kapitel 4.1 näher behandelt).⁶⁸⁷ Abbildung 6 zeigt die typische Finanzstruktur eines LBO auf. Die tatsächliche finanzielle Struktur eines LBO ist am Ende von Deal zu Deal unterschiedlich.⁶⁸⁸

⁶⁸¹ Vgl. Schäfer und Fischer (2008), S. 12; vgl. Kaplan und Strömberg (2009), S. 124 f.; vgl. Axelson et al. (2010) sprechen bei der Beschaffung von Fremdkapital vom ‚syndicated loan market‘ (vgl. Axelson et al. (2010), S. 7).

⁶⁸² Vgl. Kaplan und Strömberg (2009), S. 124 f.

⁶⁸³ Vgl. Schäfer und Fischer (2008), S. 12 f.

⁶⁸⁴ Vgl. Schäfer und Fischer (2008), S. 12; vgl. Kaplan und Strömberg (2009), S. 124 f.

⁶⁸⁵ Vgl. Kaplan und Strömberg (2009), S. 125. Die Entlohnung des Managements ist bei Buyouts in der Regel an den Erfolg der Transaktion gekoppelt (vgl. Schäfer und Fischer (2008), S. 12).

⁶⁸⁶ Vgl. Betsch et al. (2000), S. 349.

⁶⁸⁷ Vgl. Betsch et al. (2000), S. 349.

⁶⁸⁸ Kraft (2001a), S. 19.

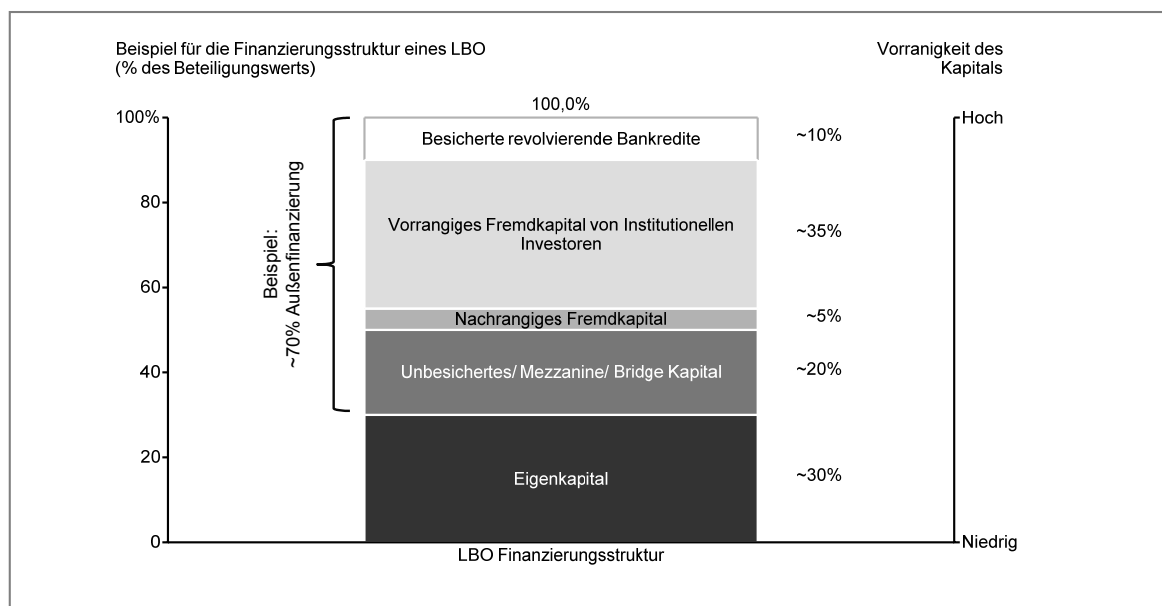


Abbildung 6: Beispiel für die finanzielle Struktur einer LBO-Beteiligung.⁶⁸⁹

LBOs weisen eine komplexe Struktur auf und sind fallweise recht unterschiedlich.⁶⁹⁰ Technisch kann ein LBO auf zwei Wegen durchgeführt werden, dem Asset Deal (Kauf der Vermögensgegenstände/ Assets) oder dem Share Deal (Kauf der Anteile).⁶⁹¹ Der Asset Deal wird mithilfe einer speziell für die Transaktion geschaffenen neuen Gesellschaft – ‚NewCo‘- durchgeführt, über welche die Transaktion abgewickelt wird.⁶⁹² Die NewCo nimmt unter Besicherung mit den Vermögensgegenständen des Zielunternehmens das entsprechende Fremdkapital auf.⁶⁹³ Diese Gesellschaft besteht aus einem Akquisitionsvehikel und der übernommenen Zielgesellschaft –auf diese gehen die Vermögensgegenstände und Schulden der übernommenen Gesellschaft über⁶⁹⁴, die NewCo ist nach der Transaktion die Eigentümerin der erworbenen Beteiligung⁶⁹⁵. Dafür wird ein durch den Kauf möglicherweise entstehender Goodwill bilanzier- und abschreibbar und die Haftungsbeschränkung des Investors auf sein eingesetztes Kapital ist sichergestellt.⁶⁹⁶ Weiterhin können beim Asset Deal einzelne

⁶⁸⁹ Eigene Darstellung in Anlehnung an Demiroglu und James (2010), S. 47.

⁶⁹⁰ Vgl. Schäfer und Fischer (2008), S. 10.

⁶⁹¹ Vgl. Betsch et al. (2000), S. 332 f.; vgl. Diller (2007), S. 46; vgl. Berens et al. (2011b), S. 23.

⁶⁹² Vgl. Betsch et al. (2000), S. 333; vgl. Diller (2007), S. 46 f.; vgl. Schäfer und Fischer (2008), S. 12; vgl. Axelson et al. (2010), S. 7.

⁶⁹³ Vgl. Betsch et al. (2000), S. 333; vgl. Schäfer und Fischer (2008), S. 12; vgl. Axelson et al. (2010), S. 7.

⁶⁹⁴ Teilsatz vgl. Betsch et al. (2000), S. 333; vgl. Diller (2007), S. 46 f.; vgl. Schäfer und Fischer (2008), S. 12.

⁶⁹⁵ Teilsatz vgl. Schäfer und Fischer (2008), S. 12.

⁶⁹⁶ Vgl. Betsch et al. (2000), S. 333; vgl. Diller (2007), S. 47.

Vermögensgegenstände von der Transaktion vertraglich ausgeklammert werden.⁶⁹⁷ Die technische Struktur eines typischen Asset Deal ist in Abbildung 7 dargestellt. Beim vertraglich etwas einfacheren Share Deal dagegen erhält der Käufer die entsprechenden Anteilsrechte und bilanziert diese –er erwirbt somit alle Rechte und Pflichten (z.B. Verbindlichkeiten und Haftungsrisiken).⁶⁹⁸ Um sowohl den grundsätzlichen Präferenzen der Käuferseite (Asset Deal) als auch denen der Verkäuferseite (Share Deal) Rechnung zu tragen, sind in der Praxis oftmals Mischformen aus den beiden Varianten zu beobachten.⁶⁹⁹

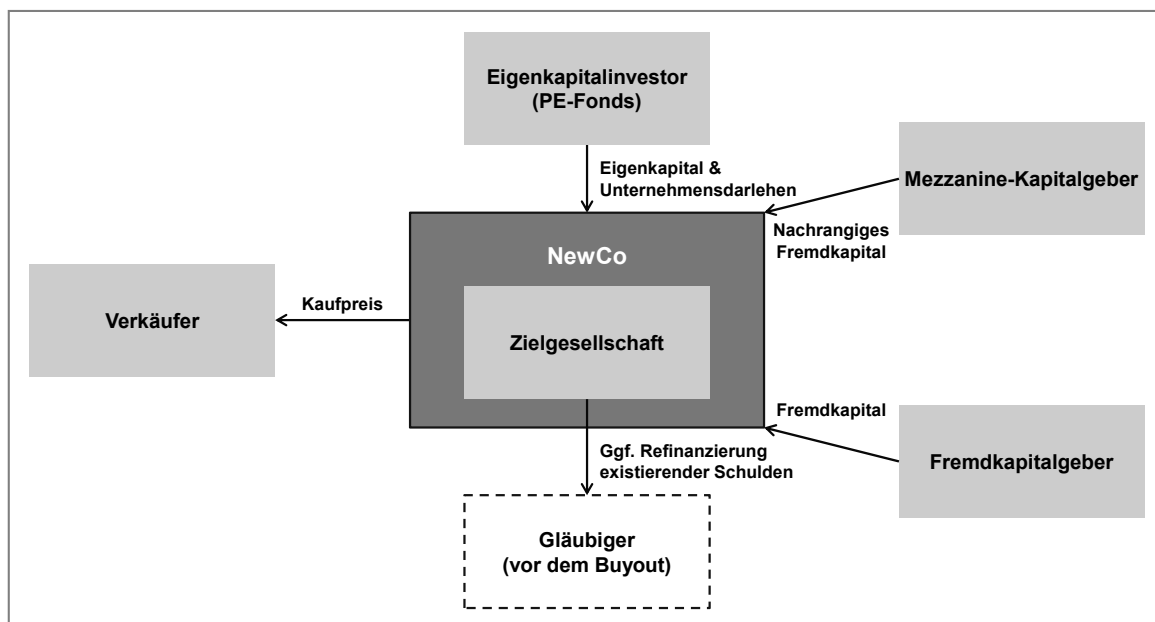


Abbildung 7: Typische technische Asset Deal Struktur eines Leverage Buyout.⁷⁰⁰

Vorteile des LBO für PE-Gesellschaft, Zielunternehmen und Investor (Limited Partner)

Für die Private Equity Gesellschaft bringt der LBO zwei wesentliche Vorteile: Erstens kann auf diesem Weg ein Beteiligungswert gestemmt werden, der ein Vielfaches des eingesetzten Eigenkapitals ausmacht. Das Eigenkapital wird also ‚gehebelt‘, daher der Begriff des ‚Leverage‘.⁷⁰¹ Zweitens schafft das Private Equity Unternehmen mit diesem Modell, die Rendite des eingesetzten Kapitals signifikant zu steigern, wie ein

⁶⁹⁷ Vgl. Berens et al. (2011), S. 24 f.

⁶⁹⁸ Vgl. Betsch et al. (2000), S. 333 f.; vgl. Diller (2007), S. 47.

⁶⁹⁹ Vgl. Betsch et al. (2000), S. 334; vgl. Diller (2007), S. 48.

⁷⁰⁰ Eigene Darstellung in Anlehnung an Betsch et al. (2000), S. 333; Diller (2007), S. 47.

⁷⁰¹ Vgl. Schäfer und Fischer (2008), S. 9.

beispielhafter Vergleich von Buyout ohne Fremdkapitalhebel mit einem LBO unter folgenden vereinfachenden Annahmen zeigt (Abbildung 8 und Abbildung 9):

- Vernachlässigung von Steuern und Abschreibungen
- Erworbene Beteiligung 100 Prozent
- EBITDA-Multiple als Bewertungsgrundlage⁷⁰²
- Keine Markteffekte (konstante Multiples bei der Bewertung des Unternehmens)
- Das erworbene Unternehmen ist vor dem Buyout/ LBO nicht verschuldet
- Das Fondsvermögen entspricht genau dem Unternehmenswert
- Im nicht fremdfinanzierten Buyout werden die Gewinne (entsprechen unter den hier angenommenen Vereinfachungen dem EBITDA) einer Periode voll an den Eigentümer ausgeschüttet
- Im LBO dient die Gewinnverwendung in vollem Umfang der Zins- und maximal möglichen Tilgungsleistung über die Halteperiode
- Sämtliche Zahlungen erfolgen jeweils zum Ende der angegebenen Periode

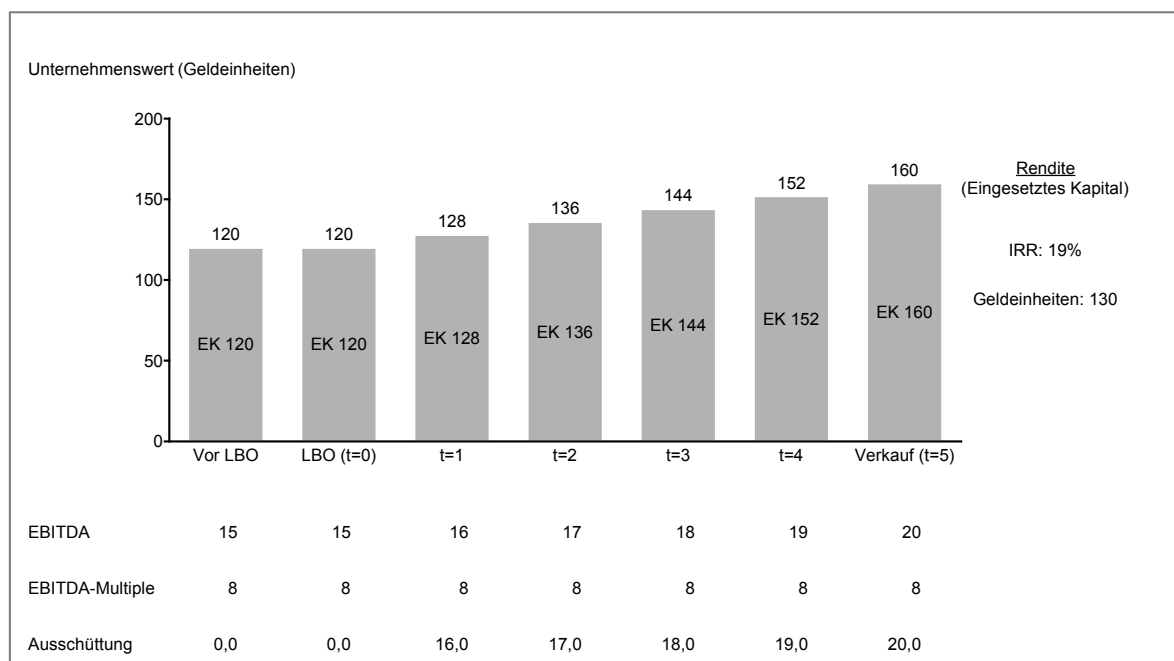


Abbildung 8: Vereinfachtes Beispiel für einen 100 Prozent Buyout ohne Fremdkapitalhebel (Leverage).⁷⁰³

⁷⁰² Eine Übersicht über Bewertungsverfahren findet sich in Abschnitt 3.4.2.3.

⁷⁰³ Eigene Darstellung (EK = Eigenkapital; IRR = Internal Rate of Return).

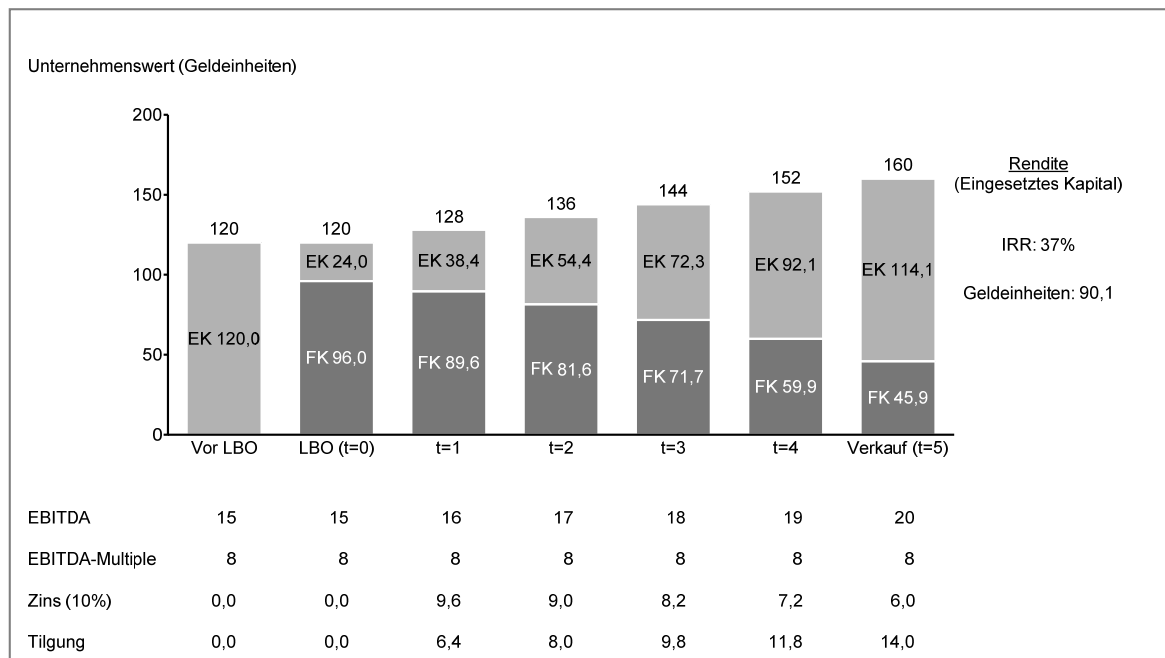


Abbildung 9: Vereinfachtes Beispiel für einen 100 Prozent Leverage Buyout (LBO) mit 80 Prozent Fremdkapitalanteil.⁷⁰⁴

In diesem Vergleich wird sichtbar, dass der LBO durch den Fremdkapitalhebel die Eigenkapitalrendite deutlich erhöht: Der LBO ergibt auf das eingesetzte Eigenkapital einen internen Zinsfuß (IRR) von 37 Prozent im Vergleich zu einem IRR von 19 Prozent beim voll eigenkapitalfinanzierten Buyout. Diese Renditesteigerung geht auf der Ebene der einzelnen Transaktion freilich zu Lasten der Summe der absoluten Zahlungen, und zwar in Höhe der geleisteten Fremdkapitalzinsen. Dafür bleiben dem Private Equity Fonds im LBO-Beispiel noch 80 Prozent des Eigenkapitals, um weitere derartige Transaktionen durchzuführen und somit die Fondsrendite zu maximieren, und dies bei gleichzeitiger Diversifizierung des Risikos. Ein weiterer positiver Risikoaspekt stellt sich auf Dealebene ein, da die Fremdkapitalgeber einen Teil des Risikos bei der jeweiligen Transaktion mit übernehmen. Die Durchführung eines LBO ist somit nur unter zwei Bedingungen vorteilhaft: Es müssen ausreichend alternative Investitionsmöglichkeiten für das verbleibende nicht eingesetzte Kapital zur Verfügung stehen und/ oder der Wert der zu erwerbenden Beteiligung übersteigt das Fondsvermögen entsprechend, wobei sich im letzteren Fall die Möglichkeit der Risikostreuung reduziert bzw. aufhebt, wenn es sich um die einzige erworbene Beteiligung handelt.

⁷⁰⁴ Eigene Darstellung (EK = Eigenkapital; FK = Fremdkapital; IRR = Internal Rate of Return).

Der Einstieg eines Finanzinvestors über einen LBO bringt auch für das Zielunternehmen einen entscheidenden Vorteil, in einer finanziell kritischen Phase stellt dies unter Umständen die einzige Möglichkeit dar, über die Intermediärsfunktion des Finanzinvestors an Kapital zu gelangen (vgl. Abschnitt 3.1.1), und dies oftmals zu günstigeren Konditionen⁷⁰⁵. Hinzu kommt, dass eine Bank den Einstieg eines Finanzinvestors in das Unternehmen auch als positives Signal werten und eine erhöhte Kreditvergabebereitschaft zeigen kann, sofern das Fremdkapital nicht zur Finanzierung einer unmittelbaren Ausschüttung an die neuen Eigentümer dient. Axelson et al. (2010) erwähnen mit Bezug auf das der Veröffentlichung von Ivashina und Kovner (2011) zugrundeliegende Working Paper von 2008 und Demiroglu und James (2010), dass gerade Private Equity Gesellschaften eine einzigartige Stellung haben, um Arbitragesituationen zwischen Eigen- und Fremdkapitalmärkten zu nutzen sowie einen besseren Zugang zu Fremdkapitalquellen haben.⁷⁰⁶ Zuletzt stellt die Eigenkapitalbeschränkung für die einzelne Transaktion auch eine Sicherheit für die ansonsten kaum mitspracheberechtigten ‚Limited Partners‘ eines Fonds dar, da auf diesem Weg neben der Risikostreuung und Risikobegrenzung durch den reduzierten Eigenkapitalanteil auch eine zusätzliche Transaktionsbeurteilung durch den externen Fremdkapitalgeber erfolgt.

Risiken durch den LBO und Gegenstand der kritischen Diskussion

Die LBO-Praxis hatte eine starke Entwicklung in den 80er Jahren (vgl. Abschnitt 3.3.3) und wurde damals vor allem wegen der damit verbundenen Leistungssteigerung der Unternehmen sowie der Möglichkeit zur Lösung von Agency-Problemen als die künftig vorherrschende Unternehmensgestaltung betrachtet.⁷⁰⁷ Nachdem zum Ende der achtziger Jahre der Markt für Junk Bonds –eine der damaligen Grundlagen für die Refinanzierung von LBO-Transaktionen- zusammenbrach⁷⁰⁸, wurde die Fachwelt eines besseren belehrt. Erst ungefähr zehn Jahre später nahm die LBO-

⁷⁰⁵ Teilsatz vgl. Ivashina und Kovner (2011), S. 2463.

⁷⁰⁶ Dieser und nächster Satz vgl. Axelson et al. (2010), S. 3.

⁷⁰⁷ Vgl. Jensen (1989, überarbeitet 1997); vgl. Axelson et al. (2010), S. 1.

⁷⁰⁸ Teilsatz vgl. Axelson et al. (2010), S. 1.

Praxis wieder Fahrt auf bis hin zu einem Rekordvolumen in den Jahren 2006 und 2007, auf das erneut ein starker Dämpfer folgte.⁷⁰⁹

Trotz der Gleichsetzung von Interessen zwischen Eigentümern und Management sowie der Effizienz- und Produktivitätssteigerungen (inkl. einer effizienten Kapitalstruktur) in den Unternehmen⁷¹⁰, tragen die LBO-Praktiken von je her zu der kontroversen Diskussion über Private Equity Gesellschaften bei. Grund dafür ist der teilweise massive Fremdkapitaleinsatz⁷¹¹, der im wirtschaftlichen Abschwung zu einem erhöhten Insolvenzrisiko der Unternehmen führt und damit wirtschaftliche Schäden verursachen kann⁷¹². Diese Problematik wird auch von Axelson et al. (2010) mit dem Verweis auf eine Rede des dänischen sozialdemokratischen Politikers Poul Nyrup Rasmussen angesprochen, die er im Februar 2006 auf der ‚Commission Conference on Hedge Funds and Private Equity‘ gehalten hat und in welcher er ein erhöhtes Bankrottrisiko aus der LBO-bedingten Renditemaximierung der PE-Gesellschaften sowie der damit verbundenen öffentlichen Kosten anmahnt.⁷¹³ Die gegebene Kreditlinie reicht in solchen Fällen zur Überbrückung anderweitig bedingter finanzieller Engpässe nicht mehr aus. Eine restriktive, wenn überhaupt stattfindende Kreditvergabe durch die Banken während der Wirtschaftskrise 2009 und 2010 verstärkten das eben genannte Risiko und führte bei Unternehmen wie Bundesdruckerei und Fairchild Dornier zur Insolvenz.⁷¹⁴ Ebenfalls in der öffentlichen Kritik stehen sog. ‚Quick-Flips‘, also sehr kurzfristige Wiederveräußerungen der erworbenen Beteiligungen –jedoch werden nur knapp drei Prozent der LBOs von Finanzinvestoren innerhalb der ersten zwölf Monate wiederverkauft.⁷¹⁵ Darüber hinaus kann ein überhitzter Kreditmarkt mit zu günstigen Fremdkapitalkonditionen zu übertriebenen Fremdkapitalhebeln bei der Kaufpreisfinanzierung und damit zu höheren Insolvenzraten führen, wie Kaplan und Stein (1993) begründen und Axelson et al. (2010) mit ihrer Untersuchung bestätigen.⁷¹⁶ Andererseits geraten Unternehmen laut Jensen

⁷⁰⁹ Vgl. Axelson et al. (2010), S. 1; vgl. Guo et al. (2011), S. 479.

⁷¹⁰ Diese Vorteile wurden bereits von Jensen (1989, überarbeitet 1997) aufgeführt.

⁷¹¹ Teilsatz vgl. Jensen (1989, überarbeitet 1997), S. 23 f.; vgl. Ivanova und Rossitza (2001), S. 184.

⁷¹² Teilsatz vgl. Ivanova und Rossitza (2001), S. 184. Zusätzlich können langfristig betrachtet wichtige Ausgaben in Investitionen und Forschung und Entwicklung dem Fremdkapitaldienst geopfert werden, was durchaus als kritisch zu betrachten ist.

⁷¹³ Vgl. Axelson et al. (2010), S. 1.

⁷¹⁴ Vgl. Schäfer und Fischer (2008), S. 33.

⁷¹⁵ Vgl. Strömberg (2007), S. 6.

⁷¹⁶ Vgl. Axelson et al. (2010), S. 6.

(1989, überarbeitet 1997) in einem LBO trotz häufigerer Liquiditätsprobleme insgesamt nur selten in eine formelle Insolvenz, weil sie schneller und kostengünstiger restrukturiert werden als in einem offiziellen Insolvenzverfahren.⁷¹⁷ Dieses Argument wird auch von Schäfer und Fischer (2008) mit Verweis auf die Anreize der Private Equity Gesellschaften (Rendite, Beteiligung am Erfolg, Reputation für erneute LBO Finanzierungen, geringe Wirkung des Risikoanreizproblems) vertreten.⁷¹⁸ Strömberg (2008) finden unter gegebenen Datenbeschränkungen heraus, dass LBOs eine moderate Ausfallquote von 6 Prozent haben, was zwar oberhalb von amerikanischen börsennotierten Unternehmen liegt, dafür leicht unterhalb von Unternehmensanleihen und deutlich unterhalb von Junk Bonds.⁷¹⁹ Ein weiterer Kritikpunkt am LBO sind oftmals erhöhte Kaufpreise für die Beteiligungen, die wegen der erhöhten Renditeerwartungen mit dem LBO einhergehen, was beispielsweise von Axelson et al. (2010) gestützt wird.⁷²⁰ Der positive Zusammenhang zwischen Leverage und gezahlten Unternehmenskaufpreisen wird auch von Demiroglu und James (2010) empirisch belegt.

Seit der Wirtschaftskrise ab 2008 sind Fremdkapitalgeber bei LBO-Transaktionen vorsichtiger geworden, wodurch das Insolvenzrisiko durch Überschuldung niedriger ist und sich der Fokus des Private Equity Geschäftsmodells verstärkt auf operative Verbesserungen der Beteiligung hin verschoben hat. Diese Sicht wird z.B. von Kaplan und Strömberg (2009) oder Achleitner et al. (2010) vertreten. Gerade die Notwendigkeit des Fremdkapitaldienstes sowie das Ziel der Unternehmenswertsteigerung führen zu oftmals bedeutenden Effizienzsteigerungen, erhöhter Managementdisziplin und auch Umsatzwachstum bei den erworbenen Unternehmen. So weisen z.B. Kaplan (1989b), Kaplan und Strömberg (2009), Acharya et al. (2009) und Ivashina und Kovner (2011) auf die wertsteigernde Wirkung von LBOs hin, Guo et al. (2011) finden in ihrer Untersuchung sogar einen positiven Zusammenhang zwischen Leverage und Cash Flow Erhöhung der Unternehmen bei Buyouts. Achleitner et al. (2010) zeigen an ihrer empirischen Untersuchung für Europa auf, dass nur ein Drittel der Wertschöpfung von Buyouts auf den reinen Fremdkapitalhebel zurückzuführen ist, während zwei Drittel operativen (also ‚echten‘) Verbesserungen und Markteffek-

⁷¹⁷ Vgl. Jensen (1989, überarbeitet 1997), S. 24.

⁷¹⁸ Vgl. Schäfer und Fischer (2008), S. 31 f.

⁷¹⁹ Vgl. Strömberg (2007), S. 5.

⁷²⁰ Vgl. Axelson et al. (2010), S. 6.

ten (Erweiterung der Multiples) zugerechnet werden kann.⁷²¹ Guo et al. (2011) weisen in Ihrer Untersuchung operativen Verbesserungen nur ca. 20 Prozent der Rückflüsse auf das Kapital vor dem Buyout zu.⁷²² Howson (2012) führt wiederum auf, dass 35 Prozent der Wertsteigerung von PE Transaktionen auf operativen und strategischen Verbesserungen des Zielunternehmens beruhen.⁷²³ Einigkeit besteht in diesen Studien über die zentrale Bedeutung von operativen Verbesserungen im Zuge von Buyouts. Der grundsätzlichen Kritik an der Fremdfinanzierung von Kaufpreisen bei Unternehmensübernahmen tritt z.B. Schäfer und Fischer (2008) mit dem Argument entgegen, dass die Fremdfinanzierung von Investitionen als solche (z.B. auch beim fremdfinanzierten Kauf von Mietwohnungen) und deren Rückzahlung über die Zahlungsströme der Investition ein übliches Vorgehen sei, ohne welches gar kein Investitionsanreiz vorhanden wäre.⁷²⁴

3.4.4 Operative Wertsteigerung: Rolle und Aktivitäten der PE-Gesellschaft bei der Beteiligung während der Halteperiode

Ist der Kauf der Beteiligung abgeschlossen, beginnt für die Private Equity Gesellschaft die Halteperiode, die erwartungsgemäß zwischen drei und sieben Jahren beträgt (vgl. dazu Abschnitt 3.1.1). Die hier erzielbare Wertsteigerung spielt eine zentrale Rolle für die Herkunft der Erträge von Private Equity Gesellschaften⁷²⁵, wobei operative Themen im Vergleich zu finanziellen Hebeln eine zunehmend steigende Bedeutung erlangen (siehe dazu auch Abschnitt 3.4.3 zur Diskussion über LBOs)⁷²⁶. Die folgenden beiden Unterabschnitte beschreiben zuerst die Rolle des Private Equity Investors im Unternehmen und anschließend die typischerweise stattfindenden Aktivitäten während der Halteperiode. Eine Behandlung der Wertsteigerung von Unternehmen im Buyout Kontext findet sich z.B. in Berg und Gottschalg (2005).

⁷²¹ Vgl. Achleitner et al. (2010), S. 17.

⁷²² Vgl. Guo et al. (2011), S. 514.

⁷²³ Vgl. Howson (2012), S. 6. Auch hier sei erwähnt, dass eine rein kurzfristig getriebene Cash Flow Optimierung auf Kosten notwendiger Investitionen und F&E-Ausgaben u.U. nicht im Sinne einer langfristigen Unternehmensperspektive sein würde.

⁷²⁴ Vgl. Schäfer und Fischer (2008), S. 13 f.

⁷²⁵ Vgl. Ivanova und Rossitza (2001) S. 165.

⁷²⁶ Der verstärkte Fokus auf operative Themen bei gleichzeitiger Reduktion der finanziellen Renditehebel wurde beispielsweise in einer Befragung des ‚Private Equity Trend Report 2013‘ von PricewaterhouseCoopers bestätigt (vgl. PricewaterhouseCoopers (2013), S. 29, Abbildung 26).

3.4.4.1 Ziele und Rolle des Private Equity Investors im Unternehmen

Während der Halteperiode nimmt die Private Equity Gesellschaft je nach Situation und Unternehmen im Zuge der gebotenen Managementunterstützung eine mehr oder weniger aktive Rolle ein.⁷²⁷ Die Managementunterstützung hat eine bedeutende Stellung im Tagesgeschäft der Private Equity Gesellschaften und ist darauf ausgerichtet, den Wert der Beteiligung zu maximieren und dabei das Risiko für die Private Equity Gesellschaft bzw. die Informationsasymmetrien zu minimieren.⁷²⁸ Hierbei dient die Kontrolle der Risikominderung und die Unterstützung der Wertsteigerung der Beteiligung.⁷²⁹ Mit der Kontrolle ist eine regelmäßige Berichterstattung an die Finanzinvestoren und die beteiligten Banken verbunden, bei welchem insbesondere folgende Kennzahlen im Zentrum stehen:⁷³⁰ Umsatz, EBITDA, Return on Sales, Investitionen, Working Capital, Zahlungsströme (Cash Flow). Neben der Wertsteigerung steht auch deren Realisation, also die Exit-Vorbereitung im Fokus dieser Phase.⁷³¹ Nachdem eine potentiell aktive Rolle des Kapitalgebers nur über ein entsprechendes Stimmrecht im Unternehmen zu realisieren ist, liegt hierin der Grund für den Erwerb eines entsprechend hohen Beteiligungsanteils durch die Private Equity Gesellschaft.⁷³² Je stärker der Investor an der Führung und Kontrolle des Unternehmens beteiligt ist, desto mehr kann er selbst auf dessen Entwicklung Einfluss nehmen und gleichzeitig die Informationsasymmetrien zum Management hin abbauen.⁷³³ Auf der anderen Seite bindet die aktive Unterstützung der Portfolio-Unternehmen entsprechende Ressourcen, was dazu führt, dass die Anzahl der möglichen Beteiligungen mit zunehmender Betreuungsintensität sinkt.⁷³⁴ Bader (1996)

⁷²⁷ Vgl. Bader (1996), S. 133; Blum (1997), S. 33; vgl. Frommann und Dahmann (2005), S. 9; vgl. Betsch et al. (2000), S. 311; vgl. Diller (2007), S. 12.

⁷²⁸ Vgl. Kaplan (1989b), S. 218; vgl. Sahlman (1990), S. 508; vgl. Bader (1996), S. 133 f.; vgl. Betsch et al. (2000), S. 319; vgl. Kraft (2001a), S. 21; vgl. Arthurs und Busenitz (2003), S. 150; vgl. Blome-Drees und Rang (2006), S. 17; vgl. Diller (2007), S. 12, S. 14.

⁷²⁹ Vgl. Betsch et al. (2000), S. 318, Abbildung 80, S. 319.

⁷³⁰ Vgl. Berens et al. (2005b), S. 72.

⁷³¹ Vgl. Betsch et al. (2000), S. 348.

⁷³² Vgl. Diller (2007), S. 13.

⁷³³ Vgl. Bader (1996), S. 133; vgl. Blum (1997), S. 33.

⁷³⁴ Vgl. Bader (1996), S. 133; vgl. Blum (1997), S. 34; vgl. Betsch et al. (2000), S. 348; vgl. Graf et al. (2001), S. 33. Gorman und Sahlman (1989) haben die Betreuungsaktivitäten von Venture Capital Unternehmen sowie die zugehörige Zeitallokation untersucht.

folgert daraus einen „*Konflikt zwischen Risikoreduktion durch aktive Einflussnahme und Risikoreduktion durch Portfoliodiversifikation*“⁷³⁵.

Abhängig von der Intensität der Betreuung nimmt der Fonds folglich eine ‚passive‘, ‚semi-aktive‘ oder ‚aktive‘ Rolle ein.⁷³⁶ Während ein passiver Fonds sich auf die Bereitstellung von Kapital und dem Erhalt regelmäßiger Berichterstattung durch das Unternehmen beschränkt, ist ein semi-aktiver Fonds in den Aufsichtsgremien (z.B. Beirat, Verwaltungsrat) der Beteiligung vertreten –ein aktiver Fonds dagegen beteiligt sich darüber hinaus an relevanten strategischen und operativen Themen im Unternehmen.⁷³⁷

Der tatsächlich notwendige Betreuungsaufwand durch die Private Equity Gesellschaft und die Art der Unterstützung hängen von verschiedenen Größen ab, wie z.B. der Stand des Unternehmens im Lebenszyklus, der Qualifikation des Managements, der Entwicklung von Markt/ Wettbewerb oder der wirtschaftlichen Lage des Unternehmens.⁷³⁸ So benötigt ein junges Unternehmen noch eine intensivere operative Betreuung durch den kapitalgebenden Fonds, die sich über die Entwicklung des Unternehmens hin zu einer auf die Kontrolle und Überwachung konzentrierten semi-aktiven Unterstützung über die Aufsichtsgremien ändert.⁷³⁹ Early Stage Beteiligungen erfordern aufgrund der höheren Unsicherheit eine breitere Risikostreuung, also eine höhere Diversifikation im Portfolio.⁷⁴⁰ Diese breitere Streuung ist wegen des erhöhten Betreuungsaufwands durch die im Vergleich zu reifen Unternehmen niedrigeren Beteiligungsgrößen auf der finanziellen Seite leichter umzusetzen als auf der operativen. Bygrave und Timmons (1992), Gompers (1994) und Arthurs und Busewitz (2003) schreiben Venture Capital Investoren eine grundsätzlich sehr aktive Rolle zu, vom Monitoring der Geschäftsentwicklung über die Beratung und Betreuung bis hin zur Mitsprache bei der (Neu-)Besetzung von Schlüsselpositionen. Auch wird ein passiver oder semi-aktiver Investor seine Einflussnahme höchstwahrscheinlich dann

⁷³⁵ Bader (1996), S. 134; vgl. Blum (1997), S. 35.

⁷³⁶ Vgl. Bader (1996), S. 133; vgl. Blum (1997), S. 33; vgl. Blome-Drees und Rang (2006), S. 17.

⁷³⁷ Vgl. Gompers (1994), S. 3; vgl. Bader (1996), S. 133; vgl. Blum (1997), S. 33; vgl. Betsch et al. (2000), S. 348 f.; vgl. Blome-Drees und Rang (2006), S. 17.

⁷³⁸ Vgl. Bader (1996), S. 133 f.; vgl. Blum (1997), S. 33; S. 35; vgl. Betsch et al. (2000), S. 311, S. 348 f.; vgl. Diller (2007), S. 12 f.

⁷³⁹ Vgl. Blum (1997), S. 35; vgl. Diller (2007), S. 12.

⁷⁴⁰ Dieser und nächster Satz vgl. Betsch et al. (2000), S. 312 f.

verstärken, wenn sich eine von den Erwartungen negativ abweichende finanzielle Entwicklung der Beteiligung abzeichnet.⁷⁴¹ Bei der Intensität der Fondsbeteiligung und Kontrolle soll der damit verbundene Aufwand für Datenaufbereitung und Berichterstattung im Portfolio-Unternehmen nicht zu Lasten der operativen Umsetzung von unternehmenswertsteigernden Maßnahmen führen.⁷⁴²

Was die Themen betrifft, an denen Private Equity Gesellschaften in ihren Beteiligungen involviert sind, lassen sich folgende Gebiete aufzählen:⁷⁴³

- Vermittlung von Branchenwissen
- Strategische Planung
- Operative Planung/ Organisation des Unternehmens
- Zugang zu möglichen Kunden und Zulieferern
- Besetzung von Schlüsselpositionen (teilweise durch Mitarbeiter des Private Equity Unternehmens selbst⁷⁴⁴)
- Rekrutierung von neuen Managementmitgliedern⁷⁴⁵
- Lösung von Kompensationsproblemen
- Zugang zu externen Beratern (meist Investmentbanken, Unternehmensberater und Rechtsanwälte)
- Unterstützung beim Zugang zu weiteren/ nächsten Finanzierungsquellen (z.B. Fremdkapital oder Kapitalmarktvorbereitung)
- Vermittlung von Bewertungs- und Transaktionskompetenzen

⁷⁴¹ Vgl. Blum (1997), S. 33. Hellmann und Puri (2002) beschreiben die Rolle von Venture Capital Gebern zum einen als 'weich' im Sinne einer Unterstützung des Unternehmens, und zum anderen als 'hart', z.B. wenn es um den Austausch des ursprünglichen Unternehmers (der die Beteiligung unter Umständen sogar verlässt) durch ein anderes Management geht.

⁷⁴² Vgl. Betsch et al. (2000), S. 349.

⁷⁴³ Vgl. Gorman und Sahlman (1989), S. 231-248; vgl. Gompers (1994), S. 3 f.; vgl. Bader (1996), S. 135; vgl. Betsch et al. (2000), S. 319. Diese Bereiche wurden auch von Blum (1997) entsprechend aufgenommen (S. 34).

⁷⁴⁴ Hintergrundinterviews.

⁷⁴⁵ So erwähnen Guo et al. (2011), dass der operative Cash Flow von LBO-Beteiligungsunternehmen bei Unternehmen mit einem Wechsel des CEO mit/ kurz nach dem Kauf signifikant höher ausfällt (vgl. Guo et al. (2011), S. 480). Gerade suboptimal geführte Unternehmen bieten ein erhöhtes Wertsteigerungspotential (siehe Abschnitt 3.4.4.2), und ein Austausch des für die bisher suboptimalen Ergebnisse verantwortlichen Managements ist aus Sicht des Finanzinvestors eine naheliegende Maßnahme. Bestätigend zu den Ergebnissen von Guo et al. (2011) mit Bezug zu der Vorveröffentlichung im Jahr 2009 finden Acharya et al. (2009) heraus, dass bei ca. zwei Dritteln des top Terzils das Management des Unternehmens ausgetauscht wurde, während dies bei den anderen Deals nur in 32 Prozent der Fälle erfolgte (vgl. Acharya et al. (2009), S. 29).

Von der Managementunterstützung profitiert nicht nur der Investor selbst, sondern auch das Portfolio-Unternehmen. Verschiedene Studien zeigen auf, dass Portfolio-Unternehmen durch die Managementunterstützung des Finanzinvestors eine Professionalisierung erfahren.⁷⁴⁶ Bei jungen Unternehmen wird dies vor allem in den Bereichen Management/ Personal und Organisation sichtbar⁷⁴⁷, bei Buyout-Beteiligungen wird ein wichtiger Werttreiber im aktiven Überwachen des Unternehmens gesehen.⁷⁴⁸ Reineke (2009) hat in einer empirischen Erhebung das interorganisationale Lernen in europäischen Buyouts und dessen entsprechend positive Wirkung auf den Unternehmenserfolg nachgewiesen. Der Einsatz von Private Equity Investoren wird nach Kitzmann (2005) in diversen Studien für die Unternehmen grundsätzlich als positiv gewertet.

3.4.4.2 Vorgehensweise zur Wertsteigerung der Beteiligung während der Halteperiode

Neben einem günstigen Kauf der Beteiligung spielt die strategische und operative Wertsteigerung der Beteiligung über die Halteperiode im Geschäftsmodell der Private Equity Gesellschaften eine elementare Rolle.⁷⁴⁹ Vor allem reduzieren sich mit zunehmender Professionalisierung des Transaktionsmarktes sowie durch steigenden Wettbewerb unter Private Equity Gesellschaften die Chancen auf den Kauf unterbewerteter Unternehmen bzw. auf hohe Renditen aus dem Fremdfinanzierungshebel (Leverage).⁷⁵⁰ Aus diesem Grund steigern Finanzinvestoren ihr Aktivitätsniveau während der Halteperiode und sie spezialisieren sich stärker auf einzelne Branchen.⁷⁵¹ Ziel der Wertsteigerung ist es, in einem gegebenen Zeitrahmen und unter Berücksichtigung der Renditemaximierung für das eingesetzte Eigenkapital

⁷⁴⁶ Vgl. Diller (2007), S. 13; z.B. Hellmann und Puri (2002) mit einer empirischen Untersuchung für Venture Capital Unternehmen, Bloom et al. (2009) an einer Untersuchung von 4000 mittelständischen produzierenden Unternehmen oder Ellis (2010) im Zuge einer Befragung von Managern in Portfolio-unternehmen in England.

⁷⁴⁷ Vgl. Diller (2007), S. 13 f.

⁷⁴⁸ Vgl. Berg und Gottschalg (2005), S. 23; vgl. Diller (2007), S. 14.

⁷⁴⁹ Vgl. Howson (2012), S. 6, S. 17

⁷⁵⁰ Vgl. Kraft (2001a), S. 2; vgl. Howson (2012) S. 17.

⁷⁵¹ Vgl. Kraft (2001a), S. 2.

den Wert der Beteiligung durch entsprechende Maßnahmen zu maximieren.⁷⁵² So schreibt Ellis (2010): „*Fundamentally, private equity is all about value creation: increasing the value of a company over a finite period of time, and then selling it to realise the gains made.*“⁷⁵³ Die wertsteigernden Maßnahmen sind also während der Halteperiode durchzuführen.⁷⁵⁴ Je schlechter ein Unternehmen bisher geführt wurde und je mehr es deshalb unterbewertet wird, umso mehr Wertsteigerungspotential liegt für den Private Equity Investor auf dem Tisch, der über seine Expertise eine Leistungssteigerung des Unternehmens und eine optimierte Unternehmensstruktur anstreben wird.⁷⁵⁵ So schreibt Jensen (1989, überarbeitet 1997): „*Takeovers and buyouts both create new value and unlock value destroyed by management through misguided policies.*“⁷⁵⁶ Doch es gibt auch steuerliche Treiber hinter dem Wertgenerierungspotential, wie Achleitner et al. (2009a) für Public to Private Transaktionen herausgefunden haben.⁷⁵⁷ Für den Private Equity Fonds wird also der Unterschied zwischen Kauf- und Verkaufspreis –und somit sein Erfolg– maßgeblich durch die operative, also tatsächliche, Verbesserung des gekauften Unternehmens ausgemacht. Eine Überschuldung des Unternehmens mit nachfolgender Insolvenz/ Zerschlagung der Unternehmen ist dem Erfolgsinteresse des Private Equity Fonds, anders als in der ‚Heuschreckendebatte‘ fälschlicherweise dargestellt, diametral entgegen gerichtet.

Der vorliegende Abschnitt soll einen kurzen Einblick in die typische Vorgehensweise bei der Wertsteigerung der Beteiligung und die damit verbundenen Aufgabengebiete gewähren. Nach einer Übersicht über die für den Investor wichtigsten Steuerungsgrößen für die Unternehmenswertsteigerung folgen die Schilderung der Vorgehensweise und schließlich eine Zusammenfassung der für die Unternehmenswertsteigerung relevanten Themengebiete.

⁷⁵² Der Zusammenhang zwischen der Vervielfältigung des Unternehmenswerts und der Rendite in Abhängigkeit von der Zeit wurde bereits im Abschnitt 3.1.1 unter der Teilüberschrift „Mittel- bis langfristige Bindung“ formal erläutert.

⁷⁵³ Ellis (2010), S. 5.

⁷⁵⁴ Vgl. Blome-Drees und Rang (2006), S. 20.

⁷⁵⁵ Vgl. Shapiro und Pham (2008), S. 7; vgl. Achleitner et al. (2009a), S. 24; vgl. Achleitner et al. (2009a), S. 10. Auch Renneboog et al. (2007) haben in einer Untersuchung für Public to Private Transaktionen in Großbritannien herausgefunden, dass Unterbewertung ein starker Treiber für das Wertsteigerungspotential im Zuge von Buyouts ist (darüber hinaus wurden auch Steuern/ Tax Shield und Optimierung der Anreizstruktur als Werttreiber aufgeführt).

⁷⁵⁶ Jensen (1989, überarbeitet 1997), S. 6.

⁷⁵⁷ Vgl. Achleitner et al. (2009a), S. 24.

3.4.4.2.1 Für den Beteiligungswert relevante Steuerungsgrößen

Der Unternehmenswert ist je nach Verfahren eine Funktion der Unternehmenserfolge bzw. der Zahlungsströme, die das Unternehmen generiert (vgl. dazu Abschnitt 3.4.2.3). Aufgrund der Maßgeblichkeit für die Ermittlung des Unternehmenswerts, ist in diesem Kontext das EBITDA eine häufig verwendete Zielgröße⁷⁵⁸ (vgl. dazu auch Abschnitte 3.4.2.2 und 3.4.4.1). Gelingt es dem Investor, das EBITDA des Unternehmens zu steigern, steigt letztlich der Wert der Beteiligung.⁷⁵⁹

Neben dem EBITDA stellen die eigentlichen Zahlungsströme (Cash-Flows) des Unternehmens eine zentrale Kontrollgröße für Private Equity Investoren dar. Eine stabile Zahlungsfähigkeit des Unternehmens ist eine Grundvoraussetzung für den Erhalt des operativen Geschäfts als auch für das Leisten von Zinsen und Tilgungen für aufgenommenes Fremdkapital⁷⁶⁰ sowie die Auszahlung von Ausschüttungen und Dividenden⁷⁶¹. Bezüglich der Selbstfinanzierung und Schuldentilgung steht der Free Cash Flow im Mittelpunkt der Betrachtung.⁷⁶² Um das Unternehmen ganzheitlich zu optimieren, stellt der Finanzinvestor auf diejenigen Treiber ab, welche auf die Kontrollgrößen EBITDA und Zahlungsströme (Cash Flows) unmittelbar wirken:⁷⁶³

- Umsatz
- Kosten/ Liquidität
- Working Capital/ Bilanz
- Investition/ Desinvestition
- Steuervorteile durch Fremdfinanzierung

⁷⁵⁸ Teilsatz vgl. Blome-Drees und Rang (2006), S. 22; vgl. Achleitner et al. (2010), S. 18.

⁷⁵⁹ Vgl. Achleitner et al. (2010), S. 18. Darüber hinaus hängt der Beteiligungswert auch von der Veränderung des EBITDA-Multiples (Markterwartungen/ bzw. Markteffekte –siehe Abschnitt 3.4.2.3 zu Multiple-Bewertung) und der Fremdkapitaltilgung ab (vgl. Achleitner et al. (2010), S. 10 und die dort aufgeführte Literatur).

⁷⁶⁰ Teilsatz vgl. Ivanova und Rossitza (2001), S. 184.; vgl. Blome-Drees und Rang (2006), S. 23.

⁷⁶¹ Teilsatz vgl. Ivanova und Rossitza (2001), S. 185.

⁷⁶² Vgl. Ivanova und Rossitza (2001), S. 185.

⁷⁶³ Vgl. Berens et al. (2005a), S. 121-135.

Das Unternehmen wird bezüglich dieser Größen auf sämtliche Optimierungspotentiale hin untersucht, wobei sich die Wertsteigerungspotentiale aus Kostensenkungen, Preiserhöhungen oder Erweiterung der Absatzmenge generieren lassen⁷⁶⁴.

3.4.4.2 Vorgehensweise für die operative Unternehmenswertsteigerung

Die ersten Analysen zum Wertsteigerungspotential werden vom Investor bereits im Rahmen der Due Diligence Prüfung durchgeführt –sie stellen die Ausgangslage für das weitere Vorgehen nach dem Kauf der Beteiligung dar.⁷⁶⁵ Aus Sicht der Unternehmensoptimierung findet in einem ersten Schritt nach dem Kauf eine ‚Diagnosephase‘ statt, in welcher die Analysen aus der Due Diligence vertieft und erweitert werden. Am Ende dieser Diagnosephase werden unter Einbezug des Managements und der verantwortlichen Mitarbeiter im Unternehmen konkrete unternehmenswertsteigernde Maßnahmen entlang der gesamten Gewinn- und Verlustrechnung sowie der Bilanz und der Investitionsplanung definiert. Auf der Umsatzseite leiten sich die Wertsteigerungshebel aus der Preis- und Absatzmengenbetrachtung ab.⁷⁶⁶ Die Maßnahmen reichen z.B. von einer Vertrieboptimierung über die Neueinführung/ Modifizierung von Produkten, Modifikation der Preisstrategie und dem Eintritt/ Austritt in/ aus gewissen Märkten bis hin zu einer strategischen Neuausrichtung bzw. Positionierung des Unternehmens und dessen Produkte. Auf der Kostenseite werden alle im jeweiligen Unternehmen adressierbaren Themen beleuchtet, zu denen Einkauf, Produktion, Prozesse, Logistik, Distribution, Komplexitätsreduktion in Produktpalette und Bauteilen (ein Mischthema, das auch Umsatz betrifft), Produktentwicklung, Verwaltung und Vertrieb sowie Investitionsplanung und Kapitalstruktur gehören.

Die identifizierten Optimierungsmaßnahmen werden typischerweise nach Wertsteigerungspotential und Umsetzungsaufwand priorisiert, wobei der Umsetzungsauf-

⁷⁶⁴ Teilsatz vgl. Lauszus und Hock (2011), S. 503.

⁷⁶⁵ Vgl. Blome-Drees und Rang (2006), S. 20.

⁷⁶⁶ Vgl. Lauszus und Hock (2011), S. 501-521.

wand unter Berücksichtigung der mit der Maßnahmenumsetzung verbundenen Kosten und dem dazugehörigen Ressourcen- und Zeitaufwand ermittelt wird. So führt Kraft (2001b) im Zusammenhang mit Turnaround-Investitionen folgende drei Restriktionen auf, die sich allgemein auf Wertsteigerungsmaßnahmen übertragen lassen: Kapital, Kompetenzen und Management-Kapazität.⁷⁶⁷ Damit können diejenigen Maßnahmen herausgesucht werden, welche in der gegebenen Halteperiode unter Berücksichtigung der notwendigen Investitionen die Wertsteigerung der Beteiligung und damit die Rendite des eingesetzten Kapitals maximieren.

Auf den Ergebnissen der Diagnose aufbauend wird ein Projekt im Portfoliounternehmen aufgestellt, in welchem die vordefinierten Optimierungsmaßnahmen umgesetzt werden. Ein dafür zentral verantwortliches Team verfolgt den Fortschritt der Maßnahmenumsetzung und berichtet diesen regelmäßig der Unternehmensführung bzw. den Eigentümern.⁷⁶⁸ Weiterhin werden für alle durchzuführenden Entscheidungen und Aktivitäten Rollen & Verantwortlichkeiten definiert. Jede Optimierungsmaßnahme wird mit einem mehr oder weniger detaillierten Umsetzungszeitplan versehen, an welchem der tatsächliche Fortschritt sicht- und messbar gemacht wird. Schließlich wird auch die Finanzabteilung des Unternehmens in das Optimierungsprogramm mit einbezogen, damit die tatsächlichen Effekte der Initiativen auf die entsprechenden Kontrollgrößen (Umsatz, Kosten, Bilanz, Investitionsrechnung) gemessen und mit ihren Planwerten verglichen werden können. Der Fortschritt des Optimierungsprogramms und dessen Wirkung auf die Kontrollgrößen sowie notwendige Entscheidungen werden in regelmäßigen Abständen in einem ‚Lenkungsausschuss‘⁷⁶⁹ vorgebracht, in welchem in der Regel Vertreter des Finanzinvestors, des Unternehmensmanagements sowie die Projektleitung und gegebenenfalls externe Berater vertreten sind. In diesem Gremium werden alle notwendigen Entscheidungen und Anpassungen rund um das Optimierungsprogramm besprochen und abgestimmt.

⁷⁶⁷ Vgl. Kraft (2001b), S. 130, Abbildung 5.3.

⁷⁶⁸ Im Zusammenhang mit dem leitenden Team für die Umsetzung spricht man in der Praxis oftmals von einem ‚Program Management Office‘ (kurz: PMO).

⁷⁶⁹ Für den Begriff Lenkungsausschuss ist auch die angloamerikanische Bezeichnung ‚Steering Committee‘ weit verbreitet, ebenso die Abwandlung in seltsam anmutende Abkürzungen, wie ‚Steco‘, ‚LA‘, ‚SC‘.

Eine ausführliche Beschreibung zur Vorgehensweise von Private Equity Unternehmen zur Wertsteigerung ihrer Portfoliounternehmen in der Praxis findet sich z.B. in Gadiesch und MacArthur (2008).

3.4.5 Exit-Optionen für Private Equity Funds am Ende der Halteperiode

Am Ende der Halteperiode steht wieder der Verkauf des gehaltenen Unternehmens an, um entweder die erzielten Wertsteigerungen zu realisieren oder um sich von einer unvorteilhaften Investition zu trennen, die für den Private Equity Fonds nicht mehr weiter zu verbessern ist.⁷⁷⁰ Mit diesem Zeitpunkt ist das Ende der Beteiligung bestimmt⁷⁷¹, er sichert die Rendite auf das investierte Kapital⁷⁷². Nachdem es sich um einen Ausstieg aus einer Beteiligung handelt, hat sich hier der Begriff ‚Exit‘ allgemein durchgesetzt. Dabei ist eine finale Entscheidung über die Form des Verkaufs zu treffen –grundsätzliche Überlegungen über die Exit-Arten sind wie zuvor erwähnt schon zum Zeitpunkt der Investitionsentscheidung gefällt worden⁷⁷³. Grundsätzlich besteht die Möglichkeit, die Beteiligung über einen organisierten Markt an ein breites Publikum zu veräußern, oder den Verkauf direkt –also ‚privat‘- durchzuführen. Entschieden sich der Investor für ersteres, so werden die Unternehmensanteile im Rahmen eines IPO („Initial Public Offering“) auf dem Kapitalmarkt veräußert und das Unternehmen damit an die Börse gebracht bzw. für das Publikum ‚geöffnet‘.⁷⁷⁴ Der direkte Verkauf der Unternehmensanteile an einen neuen Eigentümer findet im Rahmen eines ‚Private Sale‘⁷⁷⁵ statt, dessen Unterformen sich vom ‚Trade Sale‘, dem ‚Secondary Purchase‘ bis hin zum MBO („Management Buyout“) bzw. MBI („Management Buy-In“) und dem ‚Company Buy Back‘/ ‚Share Buy Back‘ erstrecken. Die Realisation dieser Exit-Optionen setzt in der Regel voraus, dass sich das Unternehmen in einem Zustand befindet, in welchem eine Fortführung –eigenständig oder im Verbund mit anderen Unternehmen- vorteilhaft ist. Ist dies nicht der Fall, dann ist die

⁷⁷⁰ Vgl. Bader (1996), S. 136; vgl. Eilers und Aleth (2009), S. 491 f.

⁷⁷¹ Teilsatz vgl. Betsch et al. (2000), S. 319.

⁷⁷² Teilsatz vgl. Ivanova und Rossitza (2001), S. 165; vgl. Urweyler und Wilde (2001), S. 208.

⁷⁷³ Teilsatz, vgl. Betsch et al. (2000), S. 349.

⁷⁷⁴ Vgl. Bader (1996), S. 139 f.; vgl. Diller (2007), S. 15; vgl. Eilers und Aleth (2009), S. 492.

⁷⁷⁵ Vgl. Fenn et al. (1997), S. 56.

Investition abzuschreiben und die verbleibenden Vermögensgegenstände werden liquidiert.⁷⁷⁶ Die richtige Wahl der Exit-Option am Ende der Halteperiode ist alles andere als trivial.⁷⁷⁷ Sie hat einerseits über den erzielbaren Verkaufspreis einen bedeutenden Einfluss auf den tatsächlich realisierten Erfolg aus der eingangs getätigten Investition (und damit auf den Erfolg der Private Equity Gesellschaft)⁷⁷⁸ und andererseits wirkt sie sich unterschiedlich auf die sonstigen Kapitalgeber, die Private Equity Gesellschaft und das Unternehmensmanagement aus.⁷⁷⁹ Mit seiner Erfolgswirkung hat der Exit gleichermaßen Einfluss auf die Reputation des Finanzinvestors und dessen Unternehmen.⁷⁸⁰ Die Private Equity Gesellschaft muss bei der Entscheidung über den Ausstieg aus der Investition sowohl endogene als auch exogene Faktoren berücksichtigen. Je nach Entwicklung und Perspektive des zu veräußernden Portfolio-Unternehmens, der allgemeinen Situation auf dem Kapitalmarkt, den in Erscheinung tretenden Käufern mit ihrer jeweiligen Zahlungsbereitschaft zeigen sich unterschiedliche Verkaufsoptionen als vorteilhaft. In einem ‚Dual Track‘ oder ‚Multi-Track‘ Verfahren können deshalb mehrere Exit-Optionen parallel vorbereitet und auf ihre Erfolgsaussichten hin untersucht werden. Dies erfordert ein entsprechendes Fingerspitzengefühl bei der Koordination und bei der Feststellung des Zeitpunkts für einen rechtzeitigen Abbruch der nicht weiter zu verfolgenden Exits, in den folgenden Ausführungen werden die folgenden üblichen Exit-Optionen mit ihren Spezifika einzeln jeweils kurz beschrieben:

- a) Initial Public Offering (IPO) bzw. Publikumsöffnung
- b) Trade Sale
- c) Secondary Sale/ Secondary Purchase/ Secondary Buyout
- d) Management Buyout (MBO)/ **Management Buy-In**
- e) Company Buy-Back/ Share Buy-Back
- f) Abschreibung oder Liquidation

⁷⁷⁶ Vgl. Bader (1996), S. 150; vgl. Ivanova und Rossitza (2001), S. 191 f.; vgl. Diller (2007), S. 17 f.; vgl. Eilers und Aleth (2009), S. 492.

⁷⁷⁷ Vgl. Kaplan und Strömberg (2009), S. 128 f.

⁷⁷⁸ Vgl. Blum (1997), S. 59; vgl. Diller (2007), S. 15; vgl. Strömberg (2007), S. 5.

⁷⁷⁹ Vgl. Bader (1996), S. 136 ff.; vgl. Fenn et al. (1997), S. 56.

⁷⁸⁰ Vgl. Ivanova und Rossitza (2001), S. 192.

a) Initial Public Offering (IPO) bzw. Publikumsöffnung

Bei einem ‚Initial Public Offering‘ (IPO) wird die Beteiligung ganz oder partiell mittels einer Neuemission auf dem Kapitalmarkt platziert. Statt IPO und Publikumsöffnung kommen auch die Begriffe ‚Going Public‘, Börseneinführung, oder Börsengang vor.⁷⁸¹ Das Wort ‚Initial‘ findet deshalb Anwendung, weil jede weitere Transaktion des Unternehmens auf dem Kapitalmarkt (z.B. Kapitalerhöhung) als ‚Secondary Offering‘ genannt wird.⁷⁸²

Die Publikumsöffnung wird oftmals aus Sicht der Private Equity Fonds als bevorzugte oder effizienteste Exit-Option gewertet⁷⁸³, insbesondere von Venture Capital Investoren⁷⁸⁴. Die Hauptbegründung dafür liegt in der Möglichkeit, damit (zum Teil in einem recht kurzen Zeitraum⁷⁸⁵) die höchsten Gewinne zu erzielen⁷⁸⁶ -dabei hat der Investor die Möglichkeit, sein Risiko durch den teilweisen Verkauf seiner Anteile zu reduzieren und gleichzeitig einen Teil des finanziellen Erfolgs zu realisieren⁷⁸⁷. Der IPO ermöglicht einen liquiden Handel der Unternehmensanteile nach Ablauf der gesetzlichen oder vereinbarten Haltefrist, die z.B. als positives Signal an den Kapitalmarkt auch darüber hinausgehen kann.⁷⁸⁸ Die Haltefrist kann dabei bis zu zwei Jahre dauern, wobei neben dem Verkauf der Aktien auch eine Verteilung an die Investoren in Betracht gezogen wird.⁷⁸⁹ Für die Durchführung eines IPO sprechen im Wesentlichen folgende Punkte:⁷⁹⁰

- Kapitalmarktzugang/ Zugang zu langfristigem Kapital und besseren Finanzierungsbedingungen

⁷⁸¹ Vgl. Ivanova und Rossitza (2001), S. 166.

⁷⁸² Vgl. Betsch et al. (2000), S. 357.

⁷⁸³ Teilsatz vgl. Bader (1996), S. 138; vgl. Blum (1997), S. 60; Fenn et al. (1997), S. 56; Betsch et al. (2000), S. 350; vgl. Blome-Drees und Rang (2006), S. 18; vgl. Diller (2007), S. 15 f.

⁷⁸⁴ Teilsatz vgl. Gompers und Lerner (2000), S. 285.

⁷⁸⁵ Vgl. Ivanova und Rossitza (2001), S. 167.

⁷⁸⁶ Teilsatz vgl. Fenn et al. (1995), S. 34; vgl. Bader (1996), S. 138; vgl. Blum (1997), S. 60; vgl. Betsch et al. (2000), S. 350.

⁷⁸⁷ Teilsatz vgl. Bader (1996), S. 139.

⁷⁸⁸ Vgl. Bader (1996), S. 140; vgl. Gompers und Lerner (2001), S. 160 f.; vgl. Diller (2007), S. 15.

⁷⁸⁹ Vgl. Gompers und Lerner (2000), S. 285; dabei sind mindestens sechs Monate als üblich zu betrachten (vgl. Gompers und Lerner (2001), S. 161 mit Verweis auf eine empirische Untersuchung von Brav und Gompers (2000)).

⁷⁹⁰ Vgl. Bader (1996), S. 140-142; vgl. Blum (1997), S. 59-61; Betsch et al. (2000), S. 361; vgl. Ivanova und Rossitza (2001), S. 167 f.; vgl. Diller (2007), S. 15

- Höhere Bewertung der Unternehmung durch:
 - Gesteigerte Liquidität und damit niedrigere Abschläge vom Unternehmenswert
 - Höhere Transparenz durch Informationspflichten auf dem Kapitalmarkt und damit einhergehend ein niedrigeres Risiko und niedrigere Kapitalkosten
 - Objektive Bewertung des Unternehmens durch den Kapitalmarkt und Berücksichtigung der künftig zu erwartenden Wertsteigerung im Aktienkurs
- Steigerung des Bekanntheitsgrads/ hohe Medienwirkung des Unternehmens und des Emittenten sowie positive Effekte bei Kunden, Zulieferern, Arbeitsmarkt und Kapitalgebern durch Presse, Kapitalmarktinformationen und Publizitätspflichten
- Liquiditätszufuhr an Eigentümer und Risikoreduktion durch Diversifikation der Beteiligung –dabei kann der behaltene Anteil am Unternehmen im Vergleich zu einem Gesamtverkauf besser gesteuert werden
- Zugang zu weiteren Finanzierungsformen auf dem Kapitalmarkt
- Vermeidung des Verkaufs an ein Konkurrenzunternehmen
- Interessensausgleich zwischen Investor und Unternehmer:
 - Beide treten gemeinsam als Verkäufer auf
 - Der Kaufpreis wird von einem Dritten bezahlt
 - Unternehmen erhält gute Ausgangslage für weitere Finanzierung
 - Wahrung der Unabhängigkeit, sofern der veräußerte Anteil niedrig genug ist
 - Einfacherer Gesellschafterwechsel durch hohe Fungibilität der Anteile
- Interessensausgleich zwischen Eigentümer und Management
 - Möglichkeit der Mitarbeiterbeteiligung
 - Attraktivität für Management und Mitarbeiter des Unternehmens
 - Disziplinierung des Managements bei gleichzeitig höherer Unabhängigkeit vom Einfluss einzelner Gesellschafter
- Vermeidbarkeit von Verkäufergarantien an Käufer⁷⁹¹

⁷⁹¹ Hintergrundinterviews.

Aus den bisherigen Ausführungen zu schließen, dass die Publikumsöffnung für den Investor stets die zu präferierende Exit-Strategie darstellen könnte, wäre jedoch falsch. Der Erfolg bei einem IPO ist sowohl von unternehmensinternen Faktoren als auch von exogenen Größen abhängig. So muss das Unternehmen für einen erfolgreichen Börsengang dem Kapitalmarkt eine optimale Entwicklung vorweisen können.⁷⁹² Gleichzeitig hängt der erzielbare Kaufpreis stark von der allgemeinen Kapitalmarktstimmung und dem generellen Interesse an Neuemissionen und einzelnen Branchen ab.⁷⁹³ Darüber hinaus ist ein IPO mit hohem Aufwand verbunden, weshalb er schon während der Halteperiode gründlich vorzubereiten ist.⁷⁹⁴ So müssen für die Publikumsöffnung eine ganze Reihe von regulatorischen Anforderungen erfüllt werden⁷⁹⁵, wie z.B. der Aufbau einer den rechtlichen Anforderungen genügenden Rechnungslegung. Daneben muss das Börsenumfeld detailliert auf Klima, makroökonomische Entwicklungen und die Einordnung der zu veräußernden Beteiligung hin untersucht werden, und es bedarf eines vorbereitenden Emissionskonzepts.⁷⁹⁶ Nicht zuletzt gestaltet sich die Umsetzung als sehr aufwendig, sie kann zwischen sechs und 24 Monaten betragen.⁷⁹⁷ Aus diesem Grund sind für die Entscheidung über einen IPO zusammenfassend folgende Problemstellungen zu berücksichtigen:⁷⁹⁸

- Hohe Kosten
 - Beratung, Betreuung und Umsetzung des IPO (z.B. Banken, Anwälte, Berater, Gebühren, Erstellung von Dokumenten)⁷⁹⁹
 - Erhöhte Anforderungen an die Unternehmensberichterstattung (z.B. Erfüllung eines tieferen Detailgrades, Aufbau oder Zukauf von Fachwissen, Kosten für Hauptversammlungen, verpflichtende Kapitalmarkt-kommunikation/ Publizitäts- und Offenlegungspflichten, Investor Relations & PR/ Öffentlichkeitsarbeit) sowie Kosten aus der Erfüllung von Compliance-Vorgaben

⁷⁹² Vgl. Bader (1996), S. 138; vgl. Blome-Drees und Rang (2006), S. 18.

⁷⁹³ Vgl. Bader (1996), S. 138, S. 145; vgl. Urweyler und Wilde (2001), S. 208; vgl. Diller (2007), S. 15 f.

⁷⁹⁴ Vgl. Hoffmann und Ramke (1992), S. 116 ff.; vgl. Betsch et al. (2000), S. 350; vgl. Ivanova und Rossitza (2001), S. 169.

⁷⁹⁵ Teilsatz vgl. Bader (1996), S. 138.

⁷⁹⁶ Vgl. Ivanova und Rossitza (2001), S. 169.

⁷⁹⁷ Vgl. ausführlich dazu Ivanova und Rossitza (2001), S. 170-177.

⁷⁹⁸ Vgl. Bader (1996), S. 142-146; vgl. Blum (1997), S. 59-61; vgl. Betsch et al. (2000), S. 363 ff.; vgl. Ivanova und Rossitza (2001), S. 167-169.

⁷⁹⁹ Eine kurze und prägnante Erläuterung des IPO-Prozesses findet sich in Betsch et al. (2000), S. 364-367.

- Nutzungsmöglichkeit der zum Zweck der Kapitalmarktkommunikation publizierten Informationen durch Wettbewerber (reduzierte ‚Operating Confidentiality‘)⁸⁰⁰
- Fremdeinfluss bis hin zu möglichem Kontrollverlust bei entsprechend hoher Anteilsveräußerung –damit verbunden reduzierte Flexibilität durch erhöhten Abstimmungsbedarf mit anderen Teilhabern bei unternehmerischen Entscheidungen
- Konflikte aus langfristiger Unternehmensperspektive und kurzfristigem Gewinninteresse der Kapitalmarktinvestoren (z.B. bei langfristigen Investitionen)
- Bei entsprechender Unternehmensgröße zusätzlicher Abstimmungsbedarf mit Mitarbeitervertretern im Aufsichtsrat
- Abhängigkeit des Aktienkurses von exogenen Marktfaktoren, die das Unternehmen nicht selbst beeinflussen kann
 - Erfolgsabhängigkeit des IPOs von der allgemeinen Kapitalmarktstimmung und von Investitionstrends (z.B. temporäre Bevorzugung einzelner Branchen, oder höhere Kursabschläge auf IPOs wegen fehlender Historie⁸⁰¹)
 - Erhöhte Volatilität des Aktienkurses⁸⁰²
 - Momentane Liquidität auf dem Kapitalmarkt
 - Zeitlich erschwerte Kapitalerhöhungen und Beteiligungspläne
 - Falsche Diversifikation des operativen Geschäfts auf Unternehmensebene und nicht auf Portfolio-Ebene des Investors
- Erhöhte asymmetrische Information durch erschwerte Kommunikation des tatsächlichen Unternehmenswerts an ein breites Investorenpublikum
- Einhaltung der Sorgfaltspflichten der externen Berater⁸⁰³
- Restriktionen durch Gesetze oder Institutionen und damit verbundene zeitliche Verzögerungen (z.B. Mindesthaltefrist der Anteile nach Publikumsöffnung, Erfüllen von Mindestanforderungen wie Eigenkapitalquoten oder Bonität)
- Möglicher Reputationsverlust für Finanzinvestor und Unternehmen im Falle von Verschiebungen oder im Falle eines Scheiterns

⁸⁰⁰ Vgl. dazu auch Jones Seymour und Cohen M. Bruce (1983), S. 375.

⁸⁰¹ Letzter Teilsatz vgl. Betsch et al. (2000), S. 369.

⁸⁰² So gibt es Belege dafür, dass die Werte nicht kotierter Unternehmen geringeren Schwankungen unterzogen sind als bei kotierten Unternehmen (vgl. Norton (1991), S. 287-303).

⁸⁰³ Vgl. Betsch et al. (2000) S. 369.

Die Publikumsöffnung ist in vielen Fällen eine vielversprechende Exit-Strategie, die einige Vorteile mit sich bringt, nicht zuletzt die Aussicht auf einen hohen Verkaufspreis für die zu veräußernde Beteiligung. Bei dieser Schlussfolgerung bezüglich Ursache und Wirkung ist Vorsicht geboten. Bader (1996) argumentiert, dass nicht der IPO nur die höchsten Unternehmenswerte hervorbringt, vielmehr ermöglicht der IPO nur den besonders guten Unternehmen einen entsprechenden Erfolg.⁸⁰⁴ Dies liegt vor allem an der Tatsache, dass nur diese Unternehmen die mit einem Börsengang verbundenen Hürden meistern und den hohen Anforderungen an eine Publikumsöffnung gerecht werden können. Letztlich muss der Investor wegen der exogenen Risiken im Zusammenhang mit dem IPO den richtigen Zeitpunkt und die passende Marktsituation treffen⁸⁰⁵, und somit sind Private Equity Investitionen zyklisch⁸⁰⁶. Zuletzt hängt die Börsenreife des Unternehmens nicht von dessen Alter per se, sondern von dessen Reifestand ab, das Produkt sollte zumindest eine Marktakzeptanz erreicht haben.⁸⁰⁷ Diese Umstände, und die hohe Komplexität des IPO⁸⁰⁸, führen dazu, dass auch andere Exit-Strategien eine bedeutende Rolle in der Private Equity Praxis spielen⁸⁰⁹.

b) Trade Sale

Unter einem 'Trade Sale' versteht man den Verkauf der gesamten Beteiligung an ein anderes Unternehmen (oftmals in derselben Branche)⁸¹⁰, hier handelt es sich also um einen strategischen Investor⁸¹¹. Die Motive von Käufer und Verkäufer sind getrennt zu betrachten. Strömberg (2008) sieht aus seinem Datensatz heraus im Trade Sale die häufigste Exit-Variante von Buyouts⁸¹², und nach Kaplan und Strömberg (2009) ist der Verkauf der Beteiligung an einen strategischen Käufer am meisten vorzufinden⁸¹³.

⁸⁰⁴ Dieser und nächster Satz vgl. Bader (1996), S. 138.

⁸⁰⁵ Teilsatz vgl. Ivanova und Rossitza (2001), S. 178 f.

⁸⁰⁶ Teilsatz vgl. Bovaird (1990), S. 21 f.; vgl. Blum (1997), S. 61.

⁸⁰⁷ Vgl. Ivanova und Rossitza (2001), S. 178.

⁸⁰⁸ Teilsatz vgl. Betsch et al. (2000), S. 357.

⁸⁰⁹ Teilsatz vgl. Bader (1996), S. 138; vgl. Blum (1997), S. 60.

⁸¹⁰ Teilsatz vgl. Bader (1996), S. 147; vgl. Blum (1997), S. 60; vgl. Ivanova und Rossitza (2001) S. 188; vgl. Blome-Drees und Rang (2006), S. 18; vgl. Diller (2007), S. 16.

⁸¹¹ Teilsatz vgl. Portisch (2008), S. 242.

⁸¹² Teilsatz vgl. Strömberg (2007), S. 5.

⁸¹³ Teilsatz vgl. Kaplan und Strömberg (2009), S. 129.

Ein strategischer Käufer verspricht sich durch den Kauf eines Unternehmens einen Zugewinn von Marktpotentialen oder die Verbesserung der eigenen Ertragskraft (siehe dazu auch Abschnitt 3.4.1.1).⁸¹⁴ Im Rahmen eines Trade Sale können aus Sicht des kaufenden Unternehmens verschiedene Konstellationen zustande kommen. Im Zuge einer horizontalen Integration wird das Unternehmen von einem Wettbewerber mit gleichem Produktsortiment und auf der gleichen Stufe der Wertschöpfungskette gekauft.⁸¹⁵ Das akquirierende Unternehmen kann damit von Synergien bei Produktion, Beschaffung, Personal und Entwicklung profitieren⁸¹⁶ und das Wissen bzw. die Technologie des Übernahmeziels erwerben⁸¹⁷. Sind die Produkte der beiden Unternehmen in ihrer Art oder bezüglich des Marktsegments nur ähnlich aber nicht gleich, so ist dies eine konzentrische Integration.⁸¹⁸ Wird die vorhandene Produktpalette des Käufers durch andersartige Produkte des neuen Unternehmens ergänzt, handelt es sich um einen konglomeraten Zusammenschluss, der eine risikomindernde Diversifikation der Produktpalette zur Reaktion auf technologische Neuerungen oder verändertes Verbraucherverhalten bzw. neue Trends erlaubt.⁸¹⁹ Stellt die Motivation des Kaufs nicht auf die Produktpalette, sondern auf die unterschiedlichen Wertschöpfungsstufen ab, wird eine vertikale Integration durchgeführt.⁸²⁰ Diese findet ‚rückwärts‘ bzw. ‚upstream‘ statt, sofern das gekaufte Unternehmen in der Wertschöpfungskette vorgelagert ist, und erlaubt den Abbau von Abhängigkeiten in der Beschaffung von Rohstoffen und Vorprodukten/ Vorleistungen.⁸²¹ Eine ‚Vorwärtsintegration‘ (‚downstream‘) zielt auf eine spätere Wertschöpfungsstufe ab und ermöglicht beispielsweise die Sicherung und Kontrolle von Preisen und Absatzwegen, in beiden Fällen kann das kaufende Unternehmen seine Aktivitäten in Richtung einer profitableren Wertschöpfungsstufe bewegen, z.B. wenn sich die sog. ‚Profit Pools‘ verschieben oder wenn auf der eigenen Wertschöpfungsstufe ein zunehmendes

⁸¹⁴ Vgl. Ivanova und Rossitza (2001), S. 188.

⁸¹⁵ Vgl. Schmalen (2002), S. 96.

⁸¹⁶ Teilsatz vgl. Bader (1996), S. 147; vgl. Schmalen (2002), S. 96.

⁸¹⁷ Teilsatz vgl. Ivanova und Rossitza (2001), S. 188; vgl. Diller (2007), S. 16 f.

⁸¹⁸ Vgl. Krone (2004), S. 9.

⁸¹⁹ Vgl. Schmalen (2002), S. 96.; vgl. Krone (2004), S. 9. Auch Ivanova und Rossitza (2001) weisen auf die Diversifikationswirkung von Trade Sales hin, ohne jedoch diese in den Zusammenhang mit einem konglomeraten Zusammenschluss zu bringen (vgl. Ivanova und Rossitza (2001), S. 189). Dabei entstehen allerdings neue Risiken aus geringerer Fokussierung und höherem Integrationsaufwand (vgl. Schmalen (2002), S. 856). Krone (2004) weisen auf hohe Misserfolgsraten dieses Integrations-typs hin.

⁸²⁰ Vgl. Schmalen (2002), S. 96; vgl. Krone (2004), S. 9.

⁸²¹ Dieser und nächster Satz vgl. Schmalen (2002), S. 96.

der Wettbewerbsdruck herrscht.⁸²² Der Trade Sale kann in eine Fusion mit dem akquirierenden Unternehmen münden. Der Kauf eines bestehenden, funktionierenden und etablierten Unternehmens erspart dem Erwerber den oftmals riskanten Gründungsaufwand.⁸²³ Demgegenüber wurde ein Unternehmen aus einem erfolgreichen Private Equity Engagement bereits „*genauestens analysiert, restrukturiert und strategisch positioniert*“⁸²⁴ und befindet sich meist in einem stabilen oder wachsenden Marktumfeld mit entsprechendem Anteil daran⁸²⁵.

Aus Sicht des verkaufenden Investors und des zu verkaufenden Unternehmens stellt der Trade Sale eine attraktive Alternative zur Publikumsöffnung dar. Zwar wird der Trade Sale grundsätzlich als „*zweit-profitabelste Veräußerungsmethode*“⁸²⁶ eingestuft, sie bietet jedoch in einzelnen Fällen die Möglichkeit, höhere Kaufpreise zu erzielen, als es bei einem IPO der Fall wäre.⁸²⁷ Im Wesentlichen ist dies dann gegeben, wenn die angebotene Beteiligung dem kaufenden Unternehmen aus den oben erwähnten strategischen und operativen Gründen sowie Synergien mehr wert ist als dem breiten Investorenpublikum auf öffentlichen Kapitalmärkten.⁸²⁸ Schließlich ergibt sich der erzielbare Verkaufspreis für eine Beteiligung aus dem Individualkalkül des Käufers.⁸²⁹ Weiterhin wird das kaufende Unternehmen gegebenenfalls eine ‚Kontrollprämie‘ für die Mehrheitsbeteiligung auf den Kaufpreis aufschlagen und aufgrund seiner Branchenkenntnis im Gegensatz zum breiten Kapitalmarkt alle wertrelevanten Treiber der Beteiligung erkennen und entsprechend bewerten.⁸³⁰ Zusätzlich besticht der Trade Sale oftmals durch deutlich niedrigere Transaktionskosten als beim IPO, durch seine Einfachheit sowie seine vergleichsweise schnellere Durchführung.⁸³¹ Trotz dieser möglichen Vorteile besteht bei Trade Sales das Risiko eines nicht sehr

⁸²² Der Begriff ‚Profit Pool‘ beschreibt die Verteilung der Profitabilität eines Produkts auf seine gesamte Wertschöpfungskette. Je nach Produkt können einzelne Wertschöpfungsstufen z.B. aufgrund von Wettbewerbssituation, Exklusivität (z.B. bei Patenten oder Marktzugang) oder Synergien mehr oder weniger attraktiv sein.

⁸²³ Vgl. Ivanova und Rossitza (2001), S. 188.

⁸²⁴ Betsch et al. (2000) S. 350.

⁸²⁵ Teilsatz vgl. Betsch et al. (2000), S. 350.

⁸²⁶ Bader (1996), S. 138.

⁸²⁷ Vgl. Bader (1996), S. 147; vgl. Ivanova und Rossitza (2001), S. 189. Hier lässt sich auch von einer ‚strategischen Prämie‘ sprechen (Hintergrundinterviews).

⁸²⁸ Vgl. Hoffmann und Ramke (1992), S. 118 ff.; vgl. Bader (1996), S. 147; vgl. Betsch et al. (2000), S. 350; vgl. Ivanova und Rossitza (2001), S. 188.

⁸²⁹ Vgl. Blome-Drees und Rang (2006), S. 18. Nähere Ausführungen dazu siehe Abschnitt 3.4.2.3 zu Bewertungsmethoden.

⁸³⁰ Vgl. Bader (1996), S. 147.

⁸³¹ Vgl. Betsch et al. (2000), S. 350.

profitablen Ausstiegs.⁸³² So können die Interessen des verkaufenden Investors mit denen des Unternehmers gerade wegen des möglichen Kontrollverlusts durch die Übernahme in Konflikt stehen.⁸³³ Ebenso wäre denkbar, dass eine gute Kenntnis des Käufers bezüglich der wertbeeinflussenden Faktoren bei einem negativen Einfluss zu einer reduzierten Zahlungsbereitschaft führt. Schließlich muss die Private Equity Gesellschaft für den erfolgreichen Zugang zu zahlungsbereiten Käufern enge Kontakte zur relevanten Branche pflegen, diese selbst gut kennen und das Unternehmen schon während der Halteperiode auf die Bedürfnisse der potentiellen Käufer hin ausrichten.⁸³⁴

Nachdem ein strategischer Investor meist die Kontrolle über das Zielunternehmen haben möchte⁸³⁵, bedeutet der Trade Sale unter Umständen einen hohen bis kompletten Kontrollverlust und damit einhergehend die volle Abhängigkeit vom neuen Eigentümer⁸³⁶. Je nach Aktivitätsniveau des bisherigen Investors bleibt das Management weiterhin einer Fremdbestimmung ausgesetzt.⁸³⁷ Ivanova und Rossitza (2001) weisen darüber hinaus auf das Risiko aus unterschiedlichen Kulturen und unterschiedlichen Organisationsstrukturen von Käufer und Verkäufer im Rahmen des Trade Sale.⁸³⁸

c) Secondary Sale/ Secondary Purchase/ Secondary Buyout

Diese Exit-Form beschreibt den Verkauf der Beteiligung an einen anderen Finanzinvestor.⁸³⁹ Der Unterschied zum Trade Sale besteht also lediglich in der Natur und den Motiven des Käufers, der neben dem Renditefokus oder strategischen Überlegungen in diesem Fall Wert auf Stabilität, Mindestgröße und Etablierung des Zielunternehmens legt und ggf. Synergien und Risikodiversifikation mit seinem bestehenden Unternehmensportfolio erwartet.⁸⁴⁰ Verkaufende Private Equity Gesellschaften

⁸³² Vgl. Schmidt (1985), S. 432 f.; vgl. Blum (1997), S. 60.

⁸³³ Vgl. Blum (1997), S. 60.

⁸³⁴ Vgl. Bader (1996), S. 147.

⁸³⁵ Teilsatz vgl. Ivanova und Rossitza (2001), S. 188.

⁸³⁶ Teilsatz vgl. Blum (1997) S. 60.

⁸³⁷ Vgl. Ivanova und Rossitza (2001), S. 188.

⁸³⁸ Vgl. Ivanova und Rossitza (2001), S. 189.

⁸³⁹ Vgl. Bader (1996), S. 148; vgl. Ivanova und Rossitza (2001), S. 189; vgl. Blome-Drees und Rang (2006), S. 18; vgl. Diller (2007), S. 17.

⁸⁴⁰ Vgl. Ivanova und Rossitza (2001), S. 190 f.

wählen diese Exit-Variante, wenn sie sich nicht mehr in der Lage sehen, den Unternehmenswert weiter zu steigern⁸⁴¹ oder wenn ein zügiger Verkauf des Unternehmens aus Gründen der Rendite vorteilhaft ist, und IPO oder Trade Sale (noch) nicht erfolgsversprechend bzw. möglich sind⁸⁴². Die Finanzierung des Unternehmens über einen Finanzinvestor bleibt –meist wegen des noch hohen externen Kapitalbedarfs⁸⁴³- bestehen.⁸⁴⁴ Eine weitere Managementunterstützung ist ebenfalls gewährleistet, entsprechend sollen Wertsteigerung und Unternehmensentwicklung durch den Käufer weiter verfolgt werden.⁸⁴⁵ Dieser Exit ist laut Strömberg (2008) und Kaplan und Strömberg (2009) nach dem Trade Sale die zweithäufigste Variante⁸⁴⁶, sie ist ebenfalls wesentlich kostengünstiger und weniger aufwändig als der IPO⁸⁴⁷. Gerade im jüngeren Marktumfeld seit der letzten Finanzkrise im Jahr 2008 lassen sich aufgrund einer begrenzten Anzahl von verfügbaren ‚neuen‘ Zielunternehmen auf dem Beteiligungsmarkt verstärkt Secondary Sales beobachten.

d) Management Buyout (MBO)/ Management Buy-In (MBI)

Ein weiterer möglicher Käuferkreis für die Beteiligung kann entweder das bestehende Management des Unternehmens oder ein neues externes Management-Team sein. Kauft das bestehende Management den Eigentümer ‚raus‘, spricht man von einem Management Buyout, ein neues externes Management-Team würde sich durch einen Management Buy-In in das Unternehmen einkaufen⁸⁴⁸. Je größer ein Unternehmen ist, desto schwieriger wird es für ein Management-Team sein, das für den Kauf der Beteiligung erforderliche Kapital selbst aufzubringen.⁸⁴⁹ Deshalb wäre hier der Einbezug eines Fremd- oder Eigenkapitalgebers denkbar, wobei wegen des teilweisen Rückgriffs auf die Zahlungsströme des Unternehmens zur Tilgung ein stabiler (und wenig zyklischer) Geschäftsverlauf notwendig ist (siehe auch Abschnitt 3.4.3).⁸⁵⁰ Für das Managementteam stellen MBO bzw. MBI die Möglichkeit dar, sich

⁸⁴¹ Teilsatz vgl. Bader (1996), S. 148.

⁸⁴² Teilsatz vgl. Ivanova und Rossitza (2001), S. 190.

⁸⁴³ Teilsatz vgl. Ivanova und Rossitza (2001), S. 190.

⁸⁴⁴ Vgl. Diller (2007), S. 17.

⁸⁴⁵ Vgl. Ivanova und Rossitza (2001) S. 191.

⁸⁴⁶ Teilsatz vgl. Strömberg (2007), S. 5; vgl. Kaplan und Strömberg (2009), S. 129.

⁸⁴⁷ Teilsatz vgl. Ivanova und Rossitza (2001), S. 190.

⁸⁴⁸ Teilsatz vgl. Schäfer und Fischer (2008), S. 9.

⁸⁴⁹ Vgl. Betsch et al. (2000), S. 349 f.; vgl. Diller (2007), S. 17.

⁸⁵⁰ Vgl. Bader (1996), S. 149; vgl. Ivanova und Rossitza (2001), S. 182 f.

selbständig zu machen oder eine feindliche Übernahme abzuwehren.⁸⁵¹ Vor allem beim MBO stellt sich die gute Kenntnis des Managements über das Unternehmen als entscheidender Vorteil im Zusammenhang mit Informationsasymmetrien dar.⁸⁵² Für den Finanzinvestor bringt der MBO wesentlich geringere Prozesskosten im Vergleich zum IPO mit sich, die Umsetzung kann diskret abseits der Öffentlichkeit und wesentlich schneller durchgeführt werden und der Finanzinvestor hat die Möglichkeit, als Berater weiterhin mit dem Unternehmen verbunden zu sein.⁸⁵³

e) Company Buy-Back/ Share Buy-Back

Diese Form des Exits bedeutet, dass das Portfolio-Unternehmen oder der Unternehmer selbst die vom Investor gehaltenen Anteile zurückkauft.⁸⁵⁴ Ein Company bzw. Share Buy-Back kommt dann zustande, wenn schon zu Beginn der Investorenbeteiligung ein Vorkaufsrecht für den Unternehmer bzw. das Unternehmen vereinbart wird oder wenn der Investor einen festen Rückkaufpreis zugesichert bekommen hat.⁸⁵⁵ Die Vereinbarung eines festen Kaufpreises entspricht einer Put-Option und kann beispielsweise als Minimalabsicherung für den Investor eingesetzt werden, sofern das Unternehmen nicht in Konkurs geht. Ansonsten kann der Unternehmer oder das Unternehmen auch kurzfristig als einer von mehreren Käufern auftreten. Wegen der oftmals notwendigen Finanzierung des Kaufpreises und dem damit erforderlichen stabilen Geschäftsverlauf besteht eine Ähnlichkeit zum MBO. Diese Exit-Option ist oftmals die Folge einer mäßigen Geschäftsentwicklung⁸⁵⁶ und daher für den Investor nicht so profitabel –es besteht dazu ein hohes Potential für Interessenskonflikte zwischen Käufer und Verkäufer⁸⁵⁷. Deshalb wird ein Private Equity Fund diesen Weg nur dann gehen, wenn ein IPO oder Trade Sale sich als nicht möglich herausstellt.⁸⁵⁸

⁸⁵¹ Vgl. Kropp (1992), S. 12 ff; vgl. Betsch et al. (2000), S. 329; vgl. Ivanova und Rossitza (2001), S. 184.

⁸⁵² Vgl. Betsch et al. (2000), S. 329; vgl. Ivanova und Rossitza (2001), S. 184, S. 187.

⁸⁵³ Vgl. Ivanova und Rossitza (2001) S. 184.

⁸⁵⁴ Vgl. Blome-Drees und Rang (2006), S. 18.

⁸⁵⁵ Dieser und die nächsten drei Sätze vgl. Bader (1996), S. 148 f.

⁸⁵⁶ Teilsatz vgl. Blome-Drees und Rang (2006), S. 18.

⁸⁵⁷ Teilsatz vgl. Bader (1996), S. 149; vgl. Blum (1997), S. 60 f.

⁸⁵⁸ Vgl. Bader (1996), S. 149.

f) Abschreibung oder Liquidation

Diese Option wird von den Investoren nur dann gewählt, wenn jegliche Weiterführung des Unternehmens entweder nicht mehr möglich ist oder wenn die Liquidation der Vermögensgegenstände einen höheren Erlös einbringt als der Zukunftserfolgswert des Unternehmens bzw. wenn sich kein Käufer für das Unternehmen findet.⁸⁵⁹ Das Unternehmen legt seinen Betrieb nieder und wird vollständig aufgelöst.⁸⁶⁰ Mit der Liquidation schreibt die Private Equity Gesellschaft die Investition meist teilweise oder komplette ab⁸⁶¹, was mit der Realisierung eines Verlustes einhergeht.⁸⁶² In der Praxis schwankt der Anteil der Private Equity Investitionen, die liquidiert bzw. abgeschrieben werden müssen über die Zeit zwischen fünf und dreißig Prozent.⁸⁶³

3.4.6 Zusammenfassung: Renditemaximierung bei Private Equity Beteiligungen

Aus der bisherigen Beschreibung des Private Equity Geschäftsmodells soll an dieser Stelle ein zusammenfassender Überblick über die möglichen Hebel zur Renditemaximierung bei Private Equity Beteiligungen gegeben werden. Diese lassen sich im wesentlichen wie folgt einteilen:⁸⁶⁴

1. Ausnutzen von Markteffekten („Multiple Expansion“)
2. Leverage – Fremdfinanzierung des Unternehmenskaufs
3. Operative Wertsteigerung des Unternehmens

Das Ausnutzen von Markteffekten beruht darauf, ein Unternehmen möglichst dann zu kaufen, wenn die allgemeine Bewertungssituation auf den Märkten niedrig ist, und es zu einem Zeitpunkt zu verkaufen (Exit), wenn die Bewertungen generell hoch ausfallen. Kurz ausgedrückt, würde die Private Equity Gesellschaft davon profitieren,

⁸⁵⁹ Vgl. Bader (1996), S. 150; vgl. Ivanova und Rossitza (2001), S. 191 f.

⁸⁶⁰ Vgl. Ivanova und Rossitza (2001), S. 191.

⁸⁶¹ Vgl. Diller (2007), S. 17 f.

⁸⁶² Vgl. Blome-Drees und Rang (2006), S. 18.

⁸⁶³ Vgl. Diller (2007), S. 17 f.

⁸⁶⁴ Vgl. Bain & Company (2012), S. 23.

dass dasselbe Unternehmen wie es steht und liegt aufgrund veränderter Erwartungen auf dem Kapitalmarkt zum Verkaufszeitpunkt einen höheren Marktwert zugeschrieben bekommt. Da in so einem Fall für die gleichen Zahlungsströme höhere Preise bezahlt werden, fällt in diesem Zusammenhang der Begriff ‚Multiple Expansion‘. Dieser Renditehebel hängt in erster Linie von folgenden Faktoren ab, die sich teilweise nur bedingt durch die Private Equity Gesellschaft beeinflussen lassen:

- Allgemeine Kapitalmarktsituation
- Gesamtwirtschaftliche Entwicklung
- Entwicklung der Branche des Zielunternehmens

Für die Private Equity Gesellschaft bedeutet dies vor allem:

- Wahl des ‚richtigen‘ Zeitpunkts (Timing) für Kauf und Verkauf
- Auffinden von Verkäufern mit hoher Verkaufsbereitschaft (und niedrigem Grenzpreis)
- Wahl der optimalen Exit-Strategie
- Auffinden von Käufern mit hoher Kaufbereitschaft (und hohem Grenzpreis) und damit die Möglichkeit, den Verkaufspreis hochzutreiben
- Verhandlungsgeschick/ -vorteil gegenüber Verkäufer und späterem Käufer

Die Finanzierung des Unternehmenskaufs mittels Fremdkapital zur Maximierung der Rendite auf das eingesetzte Kapital spielt nach wie vor eine bedeutende Rolle für Private Equity Gesellschaften. Zwar hängt die Nutzung des Fremdfinanzierungshebels von diversen exogenen Faktoren ab, wie z.B. das allgemeine Zinsniveau und das Kreditvergabeverhalten der Banken bzw. die Liquidität auf den Kreditmärkten. Trotzdem kann die Private Equity Gesellschaft den Umfang dieses Hebels vor allem durch die Wahl mit Hinblick auf die Zahlungsströme und das Geschäftsmodell stabiler Portfoliounternehmen (oder deren Stabilisierung) und durch die eigene Reputation bzw. Erfolgshistorie teilweise mit beeinflussen (siehe dazu Abschnitt 3.4.3).

Der dritte Punkt, nämlich die operative Wertsteigerung der Portfoliounternehmen stellt sicherlich den aufwendigsten Hebel zur Renditemaximierung dar, was insbe-

sondere der Umsetzung von wertsteigernden Maßnahmen am Geschäftsbetrieb (Umsatzwachstum, Kostensenkung) zuzuschreiben ist. Diesen Hebel kann die Private Equity Gesellschaft im Vergleich zu den anderen beiden Hebeln offensichtlich am stärksten selbst beeinflussen. Ceteris paribus bietet die operative Wertsteigerung für Private Equity Gesellschaften deshalb ein entsprechendes Potential, sich vom Wettbewerb zu differenzieren.⁸⁶⁵ Die Rendite aus operativen Wertsteigerungen hängt insbesondere ab von:

- Bisherige Effizienz des Portfoliounternehmens (im Vergleich zum Optimum)
- Qualität des Unternehmensmanagements
- Anreizgestaltung für das Unternehmensmanagement (besonders wichtig für die Umsetzung identifizierter Potentiale)
- Aktivitätsniveau der Private Equity Gesellschaft
- Spezifische Kenntnisse der Private Equity Gesellschaft (Branchenkenntnisse/ operative & strategische Kenntnisse)
- Länge der Halteperiode und Priorisierung von Maßnahmen

Zusammengefasst lassen sich die Hebel zur Renditemaximierung in Abbildung 10 veranschaulichen:

⁸⁶⁵ Hintergrundinterviews.

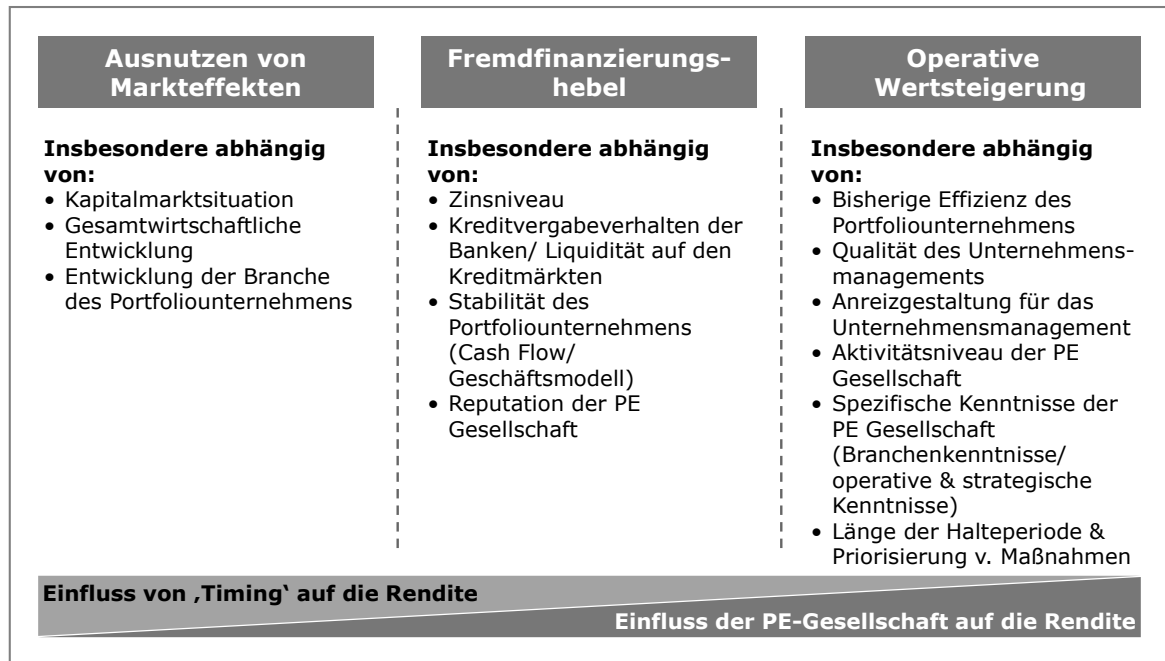


Abbildung 10: Zusammenfassung der Hebel zur Renditemaximierung im Private Equity.⁸⁶⁶

3.5 Abgrenzung von Private Equity Fonds und Hedge Fonds

Sowohl Private Equity Funds als auch Hedge Fonds sind den sog. ‚alternativen‘ Anlageklassen zuzuordnen, beide haben einen zunehmenden Stellenwert in der Volkswirtschaft und beide sind sowohl systemisch als auch in der öffentlichen Wahrnehmung miteinander verwoben.⁸⁶⁷ Im Wesentlichen gibt es folgende Gemeinsamkeiten bzw. Verflechtungen zwischen diesen beiden Anlageformen:⁸⁶⁸

- Als Kapitalgeber sind institutionelle Anleger die Hauptzielgruppe, wodurch auch ein Wettbewerb um Kapital entsteht
- Einige Hedge-Fund-of-Funds⁸⁶⁹ investieren in Private Equity
- Einige Gesellschaften vereinen Hedge Fonds und Private Equity Funds unter einem Dach (z.B. Fortress, Blackstone, Carlyle Group oder Partners Group)

⁸⁶⁶ Eigene Darstellung basierend auf Hintergrundinterviews.

⁸⁶⁷ Vgl. Achleitner und Kaserer (2005), S. 1; vgl. Schäfer und Fischer (2008), S. 10.

⁸⁶⁸ Vgl. Achleitner und Kaserer (2005), S. 3 ff.; vgl. Schäfer und Fischer (2008), S. 10.

⁸⁶⁹ Ein Fund-of-Fund ist als Dachfonds zu sehen, der sein Kapital auf einzelne Fonds verteilt (vgl. dazu Abschnitt 3.4.1.1).

- Hedge Fonds kaufen in vielen Fällen die im Rahmen der Fremdfinanzierung von LBOs herausgegebenen Junk Bonds auf (vgl. dazu Abschnitt 3.4.2.3)
- Beide Gesellschaftsformen sind vorwiegend ‚Limited Partnerships‘
- Einige Hedge Fonds nehmen Einfluss auf das Geschäft ihrer Investitionsziele und stehen teilweise im Wettbewerb zu Private Equity Investoren

Dennoch handelt es sich um verschiedene Geschäftsmodelle, vor allem in Bezug auf die Investitionsstrategie und den zeitlichen Rahmen der Investitionen.⁸⁷⁰ Anders als Private Equity Investoren haben Hedge Fonds einen sehr kurzfristigen Investitionszeitraum mit entsprechend kurzen Auszahlungsintervallen an die Investoren (bis zu einem Monat).⁸⁷¹ Sie investieren meist in liquide Anlageformen, wie Aktien, Anleihen oder Derivate.⁸⁷² Während Private Equity Gesellschaften eine langfristige Unterbewertung mit einem entsprechend hohen Betreuungsaufwand in den Portfoliounternehmen nutzen, sind Hedge Fonds auf das Heben kurzfristiger Unterbewertungen bzw. Kursvolatilitäten aus und nehmen eine passivere Rolle bei ihren Beteiligungen ein.⁸⁷³ Deshalb streben sie nicht unbedingt eine Mehrheitsbeteiligung an, wenn diese mit der Umsetzung längerfristiger Wertsteigerungsmaßnahmen verbunden ist – ihre Einflussnahme ist eher auf börsennotierte Unternehmen gerichtet, um von entsprechend unmittelbaren Kursreaktionen zu profitieren⁸⁷⁴, auch wenn dadurch längerfristige Wertsteigerungseffekte resultieren mögen⁸⁷⁵. Dennoch überdenken manche Hedge Fonds ihre kurzfristige Strategie und tätigen Private Equity ähnliche Investitionen⁸⁷⁶, auch mit Hinblick auf einen längeren Investitionszeitraum⁸⁷⁷. Ein weiterer Unterschied zwischen Hedge Fonds und Private Equity Fonds besteht in der Art, das Fremdkapital für die Steigerung der Eigenkapitalrendite aufzunehmen: Während im Private Equity das Fremdkapital über das jeweilige Portfoliounternehmen aufgenommen wird, geschieht dies bei Hedge Fonds auf Fondsebene.⁸⁷⁸

⁸⁷⁰ Vgl. Achleitner und Kaserer (2005), S. 6.

⁸⁷¹ Vgl. Achleitner und Kaserer (2005), S. 7; vgl. Blome-Drees und Rang (2006), S. 15; vgl. Portisch (2008), S. 238.

⁸⁷² Vgl. Portisch (2008), S. 237 f.

⁸⁷³ Vgl. Achleitner und Kaserer (2005), S. 7; vgl. Kraft (2001a), S. 21; Portisch (2008), S. 238; vgl. Schäfer und Fischer (2008), S. 10. Für eine Übersicht typischer Hedge-Fonds Strategien vgl. Schäfer (2004), S. 465.

⁸⁷⁴ Teilsatz vgl. Achleitner und Kaserer (2005), S. 7; vgl. Schäfer und Fischer (2008), S. 10.

⁸⁷⁵ Teilsatz vgl. Achleitner und Kaserer (2005), S. 7.

⁸⁷⁶ Teilsatz vgl. Achleitner und Kaserer (2005), S. 7 f.

⁸⁷⁷ Teilsatz vgl. Schäfer und Fischer (2008), S. 10.

⁸⁷⁸ Vgl. Schäfer und Fischer (2008), S. 10.

4 Grundlegende Informationsprobleme und Unsicherheiten bei einem Unternehmenskauf: Informationsasymmetrien und Prognoseproblem

Der Kauf eines Unternehmens ist sowohl für den Käufer als auch für den Verkäufer und das Management des Übernahmeziels mit verschiedenen Problemen verbunden. Neben der Tatsache, dass die prozessuale Bewältigung der Transaktion parallel zum Tagesgeschäft für alle Beteiligten per se eine Herausforderung darstellt, bringt unvollkommene Information, also Informationsasymmetrien und Prognoseunsicherheit bezüglich der künftigen Zustände des Unternehmens⁸⁷⁹, eine ganze Reihe an Schwierigkeiten und Komplexitäten mit sich. Wie aus der Beschreibung der Unvollkommenheit des Private Equity Markts in Abschnitt 3.2 hervorgeht, spielen Informationsasymmetrien und prognosebedingte Unsicherheiten im Private Equity gerade wegen der niedrigen Informationseffizienz⁸⁸⁰ eine besonders große Rolle, Informationsasymmetrien und Prognose-Unsicherheit sollen im vorliegenden Kapitel kurz vorgestellt werden, da sie das Problemgebiet aufspannen, in welchem quantitative und qualitative Methoden bei Private Equity Transaktionen zum Einsatz kommen. Dabei sind Informations- und Prognoseproblem nicht als rein nebeneinander stehende Fragestellungen zu verstehen, sie gehen vielmehr miteinander einher und sind teils eng miteinander verknüpft.

4.1 Informationsasymmetrie und Interessenslagen

Eines der zentralen Probleme bei Unternehmenstransaktionen ist die ungleiche Verteilung der Information zwischen Verkäufer, Management und Käufer.⁸⁸¹ „*In der Regel kennt jeder sein eigenes Verhalten, seine Absichten, seine Stärken und Schwächen genauer und früher, als sie seinen Partnern deutlich werden.*“⁸⁸² Im Kontext eines Unternehmenskaufs stellt es sich als offensichtlich heraus, dass Management

⁸⁷⁹ Teilsatz vgl. Berens et al. (2011a), S. 5.

⁸⁸⁰ Vgl. Bader (1996), S. 20 f.

⁸⁸¹ Vgl. Graf et al. (2001), S. 29.

⁸⁸² Spremann (1990), S. 562.

und Verkäufer eines Unternehmens einen bedeutenden Informationsvorsprung gegenüber dem Käufer haben, wodurch beim Unternehmenskauf asymmetrische Information vorliegt.⁸⁸³ Der Käufer muss sich zunächst auf die vom Verkäufer zur Verfügung gestellten Informationen beziehen.⁸⁸⁴ Der Käufer steht also vor einem grundlegenden Risiko, da der Verkäufer diesen Informationsvorsprung mit der Absicht zu nutzen versuchen wird, um den Kaufpreis des Unternehmens zu maximieren.⁸⁸⁵ Auch das Management als der am besten informierte Part wird seine Position im Sinne der eigenen Ziele einsetzen. Umgekehrt wird der Käufer versuchen, diesem Risiko durch einen möglichst umfassenden Informationsbedarf zu begegnen⁸⁸⁶, oder seine Kapitalbereitstellung stufenweise an Meilensteine koppeln bzw. andere Kapitalgeber mit an Bord zu holen (Syndizierung)⁸⁸⁷, die das Unternehmen ebenfalls prüfen. Bei den Informationsasymmetrien ist zu unterscheiden, ob es sich um eine Informationsasymmetrie vor Vertragsabschluss handelt, oder ob die Informationsasymmetrie nach Vertragsabschluss vorliegt. Die Ausprägung dieser Informationsprobleme soll im Folgenden kurz geschildert und im Kontext des Unternehmenskaufs zusammengefasst werden, um die Anreize und Interessenslagen der drei an der Transaktion beteiligten Parteien zu analysieren. Für vertiefende Ausführungen zu Informationsproblemen und Interessenslagen zwischen Investoren und Private Equity Gesellschaft sei z.B. auf Lerner und Schoar (2002), Kaplan und Strömberg (2004), Ljungqvist et al. (2008) und Axelson et al. (2009) verwiesen.

4.1.1 Vorvertragliche Informationsasymmetrie: ‚Hidden Characteristics‘

Bei ‚Hidden Characteristics‘ geht es um Informationsasymmetrie zwischen zwei Vertragspartnern über die Charakteristika des Vertragsgegenstands vor Vertragsab-

⁸⁸³ Vgl. Schmidt (1979), S. 11; vgl. Norton (1991), S. 163; vgl. Wohlschieß (1996), S. 2; vgl. Strasser (2000), S. 19.

⁸⁸⁴ Vgl. Graf et al. (2001), S. 29.

⁸⁸⁵ Vgl. Strasser (2000), S. 19; vgl. Graf et al. (2001), S. 29.

⁸⁸⁶ Teilsatz vgl. Strasser (2000), S. 19. Dies erfolgt typischerweise im Zuge der Due Diligence (vgl. Abschnitt 3.4.2.2).

⁸⁸⁷ Teilsatz vgl. Gompers und Lerner (2001), S. 155; vgl. Graf et al. (2001), S. 30.

schluss.⁸⁸⁸ Der Fokus liegt bei der tatsächlichen Beschaffenheit oder Qualität eines der beiden Vertragspartner oder eines zu erwerbenden Objekts, und sind bezogen auf den Zeitpunkt des Vertragsschlusses ex ante durch den schlechter informierten Vertragspartner nicht beobachtbar – nur der besser informierte Vertragspartner hat eine Kenntnis darüber.⁸⁸⁹ Für den schlechter informierten Part liegt eine Qualitätsunsicherheit vor.⁸⁹⁰ So kann beispielsweise ein Käufer oftmals nicht die wahre Qualität eines angebotenen Objekts von außen beobachten oder eine Versicherung nicht das tatsächliche Schadensrisiko eines potentiellen Versicherungsnehmers von vorn herein einschätzen. Weiterhin sind die Eigenschaften des Objekts oder Vertragspartners gar nicht bzw. nicht kostenlos oder kurzfristig zu verändern.⁸⁹¹ ‚Hidden Characteristics‘ ist somit eines der grundlegenden Probleme bei Transaktionen auf dem Markt, was bei Ausbleiben von Informationsaustausch zwischen den Vertragspartnern in Folge von adverser Selektion – also der Wahl eines falschen Vertragspartners – von fehlallokationsbedingten Wohlfahrtsverlusten⁸⁹² bis zum Marktzusammenbruch führen kann.⁸⁹³ Akerlof (1970) hat dieses Problem am Beispiel des Gebrauchtwagenmarkts aufgezeigt, der hier als ‚Market for Lemons‘ bezeichnet wird.

Bezogen auf den Kauf eines Unternehmens sieht sich der unternehmensexterne Käufer wegen seiner schlechteren Ausstattung über wertrelevante Unternehmensinformationen in der vorvertraglichen Situation dem Problem der ‚Hidden Characteristics‘ gegenübergestellt⁸⁹⁴ und es bestehen im Prinzip Parallelen zum ‚Market for Lemons‘ von Akerlof⁸⁹⁵. Dennoch ist die strenge Annahme des nicht möglichen Informationstransfers aus dem ‚Market for Lemons‘ nicht in dieser Form auf den Unternehmensmarkt übertragbar, weil dieser in der Realität eben nicht vollständig zusammenbricht.⁸⁹⁶ Die Käufer haben durch einen gewissen Informationsaustausch sehr wohl ein eigenes Informationsspektrum, sie beschaffen sich Informationen und analysieren die potentiellen Zielobjekte (siehe dazu die Ausführungen zu Due Diligence in Abschnitt 3.4.2). Weiterhin weisen die den Unternehmenswert beeinflus-

⁸⁸⁸ Vgl. Scholtis (1998), S. 17.

⁸⁸⁹ Vgl. Strasser (2000), S. 20.

⁸⁹⁰ Vgl. Scholtis (1998), S. 17.

⁸⁹¹ Vgl. Scholtis (1998), S. 17; vgl. Strasser (2000), S. 20.

⁸⁹² Vgl. Graf et al. (2001), S. 30.

⁸⁹³ Vgl. Milde (1988), S. 5; vgl. Milgrom und Roberts (1992), S. 129; vgl. Kuhner (1999), S. 75.

⁸⁹⁴ Teilsatz vgl. Strasser (2000), S. 20; vgl. Graf et al. (2001), S. 29

⁸⁹⁵ Teilsatz vgl. Strasser (2000), S. 24.

⁸⁹⁶ Dieser und nächster Satz vgl. Oster (1999), S. 226; vgl. Strasser (2000), S. 24-25.

senden Informationen eine große Bandbreite an Dimensionen auf⁸⁹⁷, während der Market for Lemons auf eine eindimensionale Qualitätsvariable abstellt⁸⁹⁸ und viele Modelle auf die zwei Qualitätsstufen hochwertiger und geringwertiger Objekte beschränkt sind.⁸⁹⁹ Insofern lässt sich folgern, dass die Reduktion der vielen Einflussgrößen für den Unternehmenswert auf die Qualitätsinformation als Vereinfachung zu sehen ist.⁹⁰⁰ Schließlich ist anzumerken, dass der Wert eines Unternehmens für die Marktteilnehmer auf jeweils individuellen Faktoren beruht, wie z.B. alternative Anlageformen, der eigenen Nutzenfunktion/ Risikoeinstellung und Synergien sowie ggf. Hedging-Effekten des gekauften Unternehmens mit dem eigenen bereits vorhanden Portfolio.⁹⁰¹ Auch existiert kein in der Form des ‚Market for Lemons‘ organisierter Markt für Unternehmen, auf dem durch regelmäßiges Zusammenkommen von Angebot und Nachfrage die Zahlungsbereitschaft der anderen Marktteilnehmer stets sichtbar wäre.⁹⁰² Daraus lässt sich folgern, dass es typischerweise keine festen Preise für Unternehmen bei gegebenen Qualitäten gibt, zudem diese letztlich das Ergebnis einer auf dem Grenzpreiskalkül (siehe dazu auch Abschnitt 3.4.2.3) beruhenden Verhandlung zwischen Käufer und Verkäufer sind.⁹⁰³ Somit besteht zum Modell von Akerlof zusätzlich zur Unsicherheit über die ‚Qualität‘ des Unternehmens auch die Unsicherheit über die Kenntnis der individuellen Wertparameter (Nutzenfunktion/ Risikoaversion, Alternativenanlage) des Handelspartners. Informationsaustausch und Kaufpreisverhandlung sind also Voraussetzung für das Zustandekommen einer Transaktion, was den Käufer wiederum vor die Unsicherheit bezüglich der Qualität und Richtigkeit der vom Verkäufer erhaltenen Informationen stellt.

Zusammenfassend lässt sich also folgern, dass ‚Hidden Characteristics‘ als Informationsproblem im vorvertraglichen Kontext des Unternehmenskaufs definitiv eine Rolle spielt. Dies trifft sogar in einer komplexer gestalteten Gemengelage aus multidimensionalen Informationen bezüglich des Unternehmenswerts, den individuellen

⁸⁹⁷ Teilsatz vgl. Strasser (2000), S. 25.

⁸⁹⁸ Teilsatz vgl. Milgrom (1981), S. 387; vgl. Strasser (2000), S. 25.

⁸⁹⁹ Strasser (2000), S. 25.

⁹⁰⁰ Vgl. Strasser (2000), S. 25.

⁹⁰¹ Siehe Abschnitt 3.4.2.3; vgl. Strasser (2000), S. 25. Eine Behandlung der Unternehmensbewertung aus finanzierungstheoretischer Sicht findet sich z.B. in Wilhelm (2002).

⁹⁰² Vgl. Strasser (2000), S. 26; vgl. Bilo (2002), S. 8.

⁹⁰³ Dieser und die nächsten zwei Sätze vgl. Strasser (2000), S. 26.

wertrelevanten Einflussgrößen bezüglich der Grenzpreise von Käufer und Verkäufer sowie der Unsicherheit bezüglich der übertragenen Richtigkeit der Informationen zu.

4.1.2 Nachvertragliche Informationsasymmetrie: Hidden Action, Hidden Information & Hidden Intention

Im Gegensatz zu ‚Hidden Characteristics‘ beziehen sich ‚Hidden Action‘, ‚Hidden Information‘ und ‚Hidden Intention‘ auf die Beziehung zwischen zwei Vertragspartnern nach Vertragsschluss.⁹⁰⁴ Die damit einhergehenden Probleme und Lösungsansätze werden im Rahmen der ‚Prinzipal-Agenten-Theorie‘ umschrieben⁹⁰⁵, mit deren Hilfe sich die informationsökonomische Beziehung zwischen Investor (Unternehmenskäufer) und dem Unternehmensmanagement aufzeigen lässt, also wenn Eigentümerschaft und Unternehmensführung getrennt sind⁹⁰⁶. Der Prinzipal hat als Investor die Rolle des Auftraggebers inne, während der Agent als Manager die den Auftrag ausführende Person ist.⁹⁰⁷ Der annahmegemäß risikoaverse Agent⁹⁰⁸, als der über sein eigenes Handeln und über seinen Informationszugang besser informierte Part, verfolgt andere Ziele und hat somit eine andere Interessenslage als der schlechter informierte und als risikoneutral modellierte Prinzipal.⁹⁰⁹ Letzterer kann wiederum das Verhalten des Agenten und dessen Informationen teilweise nicht kostenlos bzw. gar nicht beobachten⁹¹⁰, oder er hat für die Vertragsbeziehungen nicht wieder einbringbare Kosten (‚Sunk Costs‘) aufgebracht⁹¹¹. Beide Seiten handeln modellgemäß als Maximierer des eigenen Nutzens (in Geldeinheiten)⁹¹², jedoch haben die Handlungen und Entscheidungen des Agenten zusätzlich zum Einfluss exo-

⁹⁰⁴ Vgl. Spremann (1990), S. 566; vgl. Dietl (1993), S. 138; vgl. Scholtis (1998), S. 14-17; vgl. Strasser (2000), S. 27 f.

⁹⁰⁵ Für ausführliche Darstellungen der Agency-Theorie sei z.B. auf Berle und Means (1932), Jensen und Meckling (1976), Spremann (1987), Bamberg und Spremann (1989), Spremann (1990), Scholtis (1998) und Murphy (1999) sowie auf die dort aufgeführte Literatur verwiesen. Ausführliche Darstellungen der Agency-Theorie im Kontext des Unternehmenskaufs finden sich z.B. in Strasser (2000).

⁹⁰⁶ Teilsatz vgl. Povaly (2007), S. 113.

⁹⁰⁷ Vgl. Strasser (2000), S. 28.

⁹⁰⁸ Teilsatz vgl. Spremann (1990), S. 571.

⁹⁰⁹ Vgl. Ross (1973), S. 134; vgl. Dietl (1993), S. 133, S. 135; vgl. Elschen (1991), S. 1004; vgl. Strasser (2000), S. 28; vgl. Arthurs und Busenitz (2003), S. 147.

⁹¹⁰ Teilsatz vgl. Strasser (2000), S. 28.

⁹¹¹ Teilsatz vgl. Spremann (1990), S. 568.

⁹¹² Teilsatz vgl. Hax (1991), S. 56 f.; vgl. Weißenberger (1997), S. 145; vgl. Strasser (2000), S. 28.

gener Faktoren eine direkte Wirkung auf die Wohlfahrt bzw. den Nutzen der beiden Vertragspartner⁹¹³. Damit ist der Prinzipal der Unsicherheit bezüglich des Verhaltens des Agenten ausgesetzt, schließlich hat dieser den Anreiz, seine Entscheidungen, Handlungen und Informationen eigennützig bzw. im Sinne seiner eigenen Nutzenmaximierung (und ggf. auf Kosten des Nutzens des Prinzipals) opportunistisch auszurichten.⁹¹⁴ Möglich wären in diesem Zusammenhang mangelnde Anstrengung oder gar Drückebergerei durch den Agenten bzw. Anstrengungen zur persönlichen Nutzenmaximierung statt zur Maximierung des Unternehmenswerts bis hin zur Anschaffung von teuren Statussymbolen⁹¹⁵, wie z.B. Dienstwagen, teure Büros, usw. Der Manager profitiert von diesen Annehmlichkeiten, trägt dafür jedoch nicht die vollen Kosten.⁹¹⁶ Neben dem Sanktionieren von Fehlverhalten durch entsprechende Pflichten oder dem Verlust von Reputationseffekten können auch positive Anreize zu einem Interessensausgleich führen.⁹¹⁷ So ist die Beteiligung des Agenten am Unternehmenserfolg ein Lösungsansatz für dieses Problem.⁹¹⁸ Im Folgenden werden die drei zentralen nachvertraglichen Risiken kurz aufgeführt.

Hidden Action

Rührt das Informationsrisiko für den Prinzipal aus den nicht beobachtbaren Handlungen des Agenten, so spricht man von ‚Hidden Action‘.⁹¹⁹ Der Prinzipal kann lediglich das Ergebnis aus dem Verhalten/ der Entscheidung des Agenten sowie der äußeren Umweltzustände beobachten, inwieweit dieses auf glückliche äußere Umstände oder auf die Handlungs- und Entscheidungsqualität bzw. Anstrengung des Agenten zurückzuführen ist, vermag er nicht einzuschätzen.⁹²⁰ Dieser Umstand kann zu einer nicht leistungsgerechten Entlohnung des Agenten durch den Prinzipal führen, z.B. wenn er die für das Ergebnis positive Folge eines zufällig günstigen Um-

⁹¹³ Teilsatz vgl. Pratt und Zeckhauser (1991, 1985), S. 37; vgl. Spremann (1990), S. 571; vgl. Wenger und Terberger (1988), S. 506; vgl. Strasser (2000), S. 28.

⁹¹⁴ Vgl. Dieltl (1993), S. 135; vgl. Krepes (1994), S. 672 f.; Amit et al. (1998), S. 444 f. sowie die dort aufgeführte Literatur; vgl. Strasser (2000), S. 28; vgl. Arthurs und Busenitz (2003), S. 147.

⁹¹⁵ Teilsatz vgl. Arthurs und Busenitz (2003), S. 147.

⁹¹⁶ Vgl. Gompers und Lerner (2001), S. 154.

⁹¹⁷ Vgl. Graf et al. (2001), S. 31 f.

⁹¹⁸ Vgl. Jensen und Meckling (1976), S. 306; vgl. Cornelli und Li (2006), S. 1.

⁹¹⁹ Dieser und nächster Satz vgl. Ross (1973), S. 134; vgl. Ballwieser (1985), S. 31; vgl. Pratt und Zeckhauser (1991, 1985), S. 37; Strasser (2000), S. 28 f.

⁹²⁰ Vgl. Scholtis (1998), S. 14 f.

weltzustands auf seine Arbeitsleistung bezieht, ohne in Wirklichkeit etwas dafür geleistet zu haben.⁹²¹ Der schlechter informierte Part geht hier mit dem Vertragsschluss also ein ‚moralisches Wagnis‘ ein, weil er sich hiermit nach dem Vertragsschluss auf das moralisch ‚korrekte‘, also nicht opportunistische Verhalten seines besser informierten Vertragspartners verlässt, ohne dies bzw. dessen Informationsgrundlage im Verlauf der Vertragsbeziehung immer überprüfen zu können.⁹²² Diese Risikosituation bzw. dieses ‚moralische Wagnis‘ für den schlechter informierten Vertragspartner wird als ‚Moral Hazard‘ bekannt.⁹²³

Hidden Information

Liegt ‚Hidden Information‘ vor, kann der Prinzipal von außen das Verhalten des Agenten beobachten, nicht jedoch –zumindest nicht ohne Kostenaufwand– dessen Informationsausstattung, beispielsweise weil der Agent ihm seine Informationen vorenthält oder weil der Prinzipal nicht die nötige Fachkenntnis hat.⁹²⁴ Der Agent hat den Anreiz, auch diesen Informationsvorsprung zu seinem eigenen Vorteil zu nutzen⁹²⁵, was für den Prinzipal wiederum die Gefahr des ‚Moral Hazard‘ bedeutet⁹²⁶. Beispielsweise könnte ein Unternehmer seinem Investor gegenüber Informationen zur Nachfrage nach bestimmten Produkten verzerrt angeben, um das Unternehmen trotz schlechter Entwicklung am Laufen zu halten oder um die Forschung in die Richtung von persönlicher Anerkennung in der Wissenschaft und nicht von unternehmerischer Effizienz zu lenken.⁹²⁷ Ist sich der Prinzipal dieses Umstandes bewusst, wird er versuchen, seine informationstechnisch inferiore Position durch eine seinen Interessen gleichgerichtete Anreizgestaltung des Agenten vertraglich herbeizuführen.⁹²⁸ Ziel einer derartigen Vereinbarung zwischen Prinzipal und Agent ist die Minimierung der sog. ‚Agency-Kosten‘.⁹²⁹ Es soll also möglichst wenig Raum für Opportunismus

⁹²¹ Vgl. Ross (1973), S. 134 f.; vgl. Scholtis (1998), S. 14 f.; vgl. Strasser (2000), S. 29.

⁹²² Vgl. Pratt und Zeckhauser (1991, 1985), S. 37, S. 39; vgl. Dietl (1993), S. 133; vgl. Strasser (2000); S. 28 f.

⁹²³ Vgl. Spremann (1990), S. 571; vgl. Strasser (2000), S. 28 f.

⁹²⁴ Teilsatz vgl. Picot (1991), S. 152; vgl. Pratt und Zeckhauser (1991, 1985), S. 39; Wenger und Terberger (1988), S. 507; vgl. Scholtis (1998), S. 15 f.; vgl. Strasser (2000), S. 29.

⁹²⁵ Teilsatz vgl. Ebers & Gotsch (1993), S. 207; vgl. Scholtis (1998), S. 16.

⁹²⁶ Teilsatz vgl. Ausführungen zu ‚Hidden Action‘.

⁹²⁷ Vgl. Gompers und Lerner (2001), S. 155.

⁹²⁸ Vgl. Spremann (1990), S. 571; vgl. Strasser (2000) S. 29 f.

⁹²⁹ Vgl. Strasser (2000), S. 29 f.

und dessen wohlfahrtsmindernde Wirkung geschaffen werden bei gleichzeitiger Berücksichtigung der Kosten, die auf beiden Seiten beispielsweise durch Kontrolle, Informationsaustausch und Gewährleistung entstehen.⁹³⁰

Hidden Intention

Unter ‚Hidden Intention‘ ist das nachvertragliche Verhalten des Agenten ebenfalls beobachtbar, allerdings besteht das Risiko, dass die während des Vertrages vereinbarten Zusagen durch den Agenten nicht eingehalten werden.⁹³¹ Der Prinzipal kann also zusehen, wenn der Agent seine Zusagen nicht einhält und muss unter Umständen neu verhandeln –dieses vertragliche Risiko wird als ‚Holdup‘ bezeichnet.⁹³²

4.1.3 Zusammenfassung: Informationsausstattung und Zielsetzungen von externem Käufer, Verkäufer und Management beim Unternehmenskauf

In diesem Abschnitt werden die zuvor genannten Informationsprobleme zusammenfassend in die Beziehung zwischen Käufer, Verkäufer und Management gesetzt. Der Bewertungsrahmen sei zum einen durch die Informationsausstattung der jeweiligen Parteien, und zum anderen durch die Interessenslage bezüglich des Kaufpreises für das Unternehmen vorgegeben (Kaufpreismaximierung bzw. Kaufpreisminimierung). Für die Informationsausstattung wird angenommen, dass der Käufer extern ist und der Verkäufer lediglich der Eigentümer und nicht zugleich Manager des Unternehmens ist. Für die Zielsetzungen der jeweiligen Akteure gelte die Annahme eines rationalen und den eigenen Nutzen maximierenden Verhaltens. Weiterhin sei angenommen, dass noch keine vertraglichen oder sonstigen Interessensausgleiche erfolgt sind. Arthurs und Busenitz (2003) erwähnen, dass gerade der Eigennutz und

⁹³⁰ Vgl. Jensen und Meckling (1976), S. 308; vgl. Spremann (1987), S. 347; vgl. Ballwieser (1991), S. 107; vgl. Picot (1991), S. 150 f.; vgl. Kiener (1990), S. 116-118; vgl. Strasser (2000), S. 30; vgl. Arthurs und Busenitz (2003), S. 148.

⁹³¹ Vgl. Spremann (1990), S. 566; vgl. Scholtis (1998), S. 17.

⁹³² Vgl. Spremann (1990), S. 568-570.

die zunächst unterschiedlichen Interessenslagen die Grundlage für von den Präferenzen des Prinzipals abweichende Agentenhandlungen bilden.⁹³³

a) Informationsausstattung von Käufer, Verkäufer und Management

Aus den bisherigen Ausführungen dieses Kapitels zeigt sich, dass ein außenstehender Käufer das Zielunternehmen am schlechtesten kennt. Er kann seine eigene Informationsbasis vor einer Unternehmensprüfung bestenfalls auf publizierten Informationen, Marktstudien und externen Experten und Intermediären⁹³⁴ aufbauen. Im Zuge der Due Diligence ist er darüber hinaus auf die Richtigkeit und den Umfang der vom Verkäufer zur Verfügung gestellten Informationen angewiesen. Weiterhin lassen die bisherigen Ausführungen den Schluss zu, dass der Verkäufer das Unternehmen deutlich besser kennt als der Käufer, meist sogar von ‚innen‘. Allerdings hat er in seiner Rolle als Prinzipal nicht einen ebenso guten Informationsstand über die tatsächliche Unternehmenssituation wie das Management, welches das Unternehmen von innen heraus am besten kennt. Die Informationen des Verkäufers können also durch das Management gefiltert sein.⁹³⁵ Was den Informationsstand über den Markt und das äußere Unternehmensumfeld betrifft, lässt sich in der betrachteten Konstellation keine feste Aussage treffen, da dies von der Branchenerfahrung und vom Zugang zu Informationen außerhalb des Unternehmens der handelnden Parteien abhängt. Lediglich die Wirkung dieser äußeren Faktoren (z.B. Entwicklung von Markt, Wettbewerbsumfeld und Trends) auf das Zielunternehmen kann von Management und Verkäufer besser eingeschätzt werden als durch den Käufer.

In der Konstellation Käufer, Verkäufer und Management, lässt sich zusammenfassend festhalten, dass die Informationsausstattung hinsichtlich der Geschäfts-, Fi-

⁹³³ Vgl. Arthurs und Busenitz (2003), S. 155.

⁹³⁴ Auch gegenüber den externen Experten und Intermediären bestehen aus Käufersicht Informationsrisiken: Nutzt der beauftragte Berater seine Situation dem potentiellen Käufer gegenüber aus, könnte er diesem eine fehlende Eignung für das Mandat verschweigen, eine teure Informationsbeschaffung für das Gutachten vortäuschen oder sein eigenes Honorar maximieren, indem er den Käufer zu einem eigentlich nicht ratsamen Kauf bzw. wie der Verkäufer ihn zu einem möglichst hohen Kaufpreis bewegt (vgl. Strasser (2000), S. 30).

⁹³⁵ Vgl. Graf et al. (2001), S. 29.

nanz- und Ertragslage beim Käufer am schlechtesten ist und über den Verkäufer zum Management hin ansteigt.⁹³⁶

b) Zielsetzungen von Käufer, Verkäufer und Management

Von einem rationalen und eigennützigen Standpunkt aus betrachtet, hat der Verkäufer jedenfalls den grundsätzlichen Anreiz, die an den Käufer gerichteten Informationen kaufpreismaximierend zu gestalten oder zu filtern, sprich positive Informationen zu betonen und negative tendenziell zurückzubehalten oder herunterzuspielen⁹³⁷, sofern das für den Käufer nicht beobachtbar oder anderweitig belegbar ist. Der Verkäufer wird folglich die ‚Hidden Characteristics‘ zu seinem größtmöglichen Vorteil ausspielen wollen.

Umgekehrt könnte auch der Käufer auf zwei Ebenen einen Informationsvorsprung gegenüber der Verkäuferseite und damit ‚private‘ Informationen besitzen, die für den Unternehmenswert von Bedeutung sind. Dies könnte einerseits aus einem besseren Zugang zu äußeren Informationen resultieren, die den Wert des Zielunternehmens beeinflussen. Andererseits könnte der Informationsvorsprung auch mögliche Wertsteigerungspotentiale und Synergien mit dem bestehenden Portfolio betreffen, über die der Verkäufer keine oder nur eine begrenzte Kenntnis hat. Hierbei würde es sich ebenfalls um ‚Hidden Characteristics‘ handeln. Darüber hinaus bestehen für den Verkäufer nachvertragliche Risiken, z.B. wenn der Käufer nach einem abgesagten Transaktionsprozess die erhaltenen Verkäuferinformationen zum wettbewerblichen Nachteil des Verkäufers oder eines anderen Käufers nutzt.⁹³⁸ Ebenso könnte der Käufer getroffene Zusagen zu der Art und Weise, wie das Unternehmen künftig aufgestellt und geführt werden soll (z.B. Standortzusagen, Beschäftigungsgarantien, Umweltstandards) nach dem Kauf nicht umsetzen oder umgehen. Diese Handlungen können sowohl beobachtbarer Natur (‚Hidden Intention‘) als auch nicht beobachtbarer Natur (‚Hidden Action‘) sein bzw. auf nicht beobachtbaren Informationen (‚Hidden Information‘) beruhen.

⁹³⁶ Vgl. Norton (1991), S. 163; vgl. Strasser (2000), S. 21.

⁹³⁷ Teilsatz vgl. Strasser (2000), S. 27.

⁹³⁸ Vgl. Klein und Jonas (2011), S. 158.

Die Interessenslage des Managements ist zweischneidig und hängt grundsätzlich davon ab, ob dieses nach der Transaktion das Unternehmen verlässt oder nicht. Wenn das Management das Unternehmen nicht verlässt, könnte es dann an einer Kaufpreismaximierung interessiert sein, wenn es am Verkaufserlös partizipiert, sei es in Form von eigenen Anteilen oder von entsprechenden Boni, in diesem Fall ist die Interessenslage deckungsgleich mit derjenigen des Verkäufers. Die Informationsrisiken des Käufers sind damit auch bezüglich der Managementinformationen in ‚Hidden Characteristics‘ begründet. Bleibt das Management nach der Transaktion im Unternehmen oder bleibt es nach der Transaktion mit diesem wirtschaftlich verbunden (z.B. durch Optionen), ergibt sich eine gemischte Zielsetzung des Managements. Dies ist besonders bei einem MBO der Fall, wie Fischer und Louis (2008) anhand einer empirischen Untersuchung herausgefunden haben. Der Anreiz zu einer Kaufpreismaximierung bleibt bestehen, sofern eine unmittelbare Partizipation daran vorhanden ist. Das Management wird bei einem Verbleib im Unternehmen dem potentiellen Eigentümer seine Leistung und Eignung beweisen wollen, was mit der Betonung unternehmenswertsteigernder Informationen einhergehen kann. Auch bei einem MBO hat das Management laut Fischer und Louis (2008) das Interesse am Ausweis guter Unternehmenszahlen, um potentielle Geldgeber zu überzeugen und gute Finanzierungsbedingungen zu erhalten.⁹³⁹ Das Risiko aus ‚Hidden Characteristics‘ bleibt für den Käufer aus dieser Sicht bestehen. Dennoch wird das Management Gründe haben, nicht das volle Ertragspotential des Unternehmens gegenüber dem Käufer und dem Verkäufer offenzulegen, was dem Anreiz der Kaufpreismaximierung entgegenwirkt. Dies könnte darin begründet sein, dass der neue Eigentümer die Mitglieder des Managements auf deren Prognosen und Ziele festlegen wird oder diese sogar erhöht.⁹⁴⁰ Liegen die vom Management vor dem Kauf geschätzten und an den Käufer kommunizierten Potentiale und Ziele am oberen Rand der möglichen Erwartungen bzw. sind sie gar zu optimistisch dargestellt worden, bleibt dem Management wenig oder kein Spielraum für den Ausgleich eventuell ausbleibender Erfolge bzw. nicht realisierbarer Wertsteigerungen und möglicher Zielerhöhungen durch den neu-

⁹³⁹ Vgl. Fischer und Louis (2008), S. 1700.

⁹⁴⁰ So schreibt z.B. Friedli (2001), dass er in seiner Bewertungspraxis als Investmentmanager oftmals im Zuge einer ‚Performance-basierten Bewertungsmethode‘ mit dem Management höhere Ziele aushandelt, als er realistischweise erwartet. Damit erreicht der Autor eine hohe Motivation des Managements und für sich etwas mehr Sicherheit, auch bei Verfehlen des aggressivsten Plans nicht zu teuer eingekauft zu haben.

en Eigentümer. Ebenso könnte das Management zu einer Eigenkapitaleinlage zum Wert des Kaufpreises in das Unternehmen nach dem Kauf verpflichtet werden⁹⁴¹ oder eine an die Unternehmensziele gekoppelte variable Gehaltskomponente erhalten (z.B. Boni, Optionen oder Sweet Equity⁹⁴²)⁹⁴³. Damit –und noch mehr im Falle eines MBO– würde das Management als Käufer auftreten und hätte damit ebenfalls ein Interesse an einem möglichst niedrigen Kaufpreis⁹⁴⁴, und könnte, wie von Lowenstein (1985) beschrieben, so den Informationsvorsprung zur Gewinnsenkung, Dividendenmanipulation, Unterlassung bzw. Verschiebung unternehmenswertsteigernder Maßnahmen und der Vermeidung von Analystentreffen nutzen⁹⁴⁵. Damit wäre auch der Verkäufer einem Risiko aus ‚Hidden Characteristics‘ ausgesetzt, wenn dieser das Unternehmen nicht so gut kennt wie das Management. Dem kann der Verkäufer nur entgegenwirken, indem er sich vor Bekanntwerden seiner Verkaufsabsichten umfassend über das Unternehmen informiert und berichten lässt. Cornelli und Li (2006) empfehlen einen möglichst kurzen Zeitraum zwischen der Ankündigung und Durchführung einer Transaktion, damit das Management möglichst wenig Spielraum zur Verfolgung eigener Interessen hat.⁹⁴⁶ Ferner wird das Management den Informationsfluss zum Käufer nach der Transaktion genauso kontrollieren wie zum alten Eigentümer, je nachdem, wie die Geschäftslage sich entwickelt und welche interne Agenda das Management verfolgt. Die Risiken aus ‚Hidden Action‘ und ‚Hidden Information‘ bleiben prinzipiell bestehen, werden im Private Equity allerdings im Rahmen von Kontrolle, Managementunterstützung und Gleichsetzung

⁹⁴¹ Teilsatz vgl. Kinzius (2011), S. 810. Graf et al. (2001) schreiben einer hohen Eigenkapitalquote des Managements einen positiven Signalcharakter zu (vgl. Graf et al. (2001), S. 30).

⁹⁴² Vgl. Abschnitt 3.4.3.

⁹⁴³ Teilsatz vgl. Friedli (2001), S. 98; Gompers und Lerner (2001), S. 156; vgl. Schäfer und Fischer (2008), S. 12. Dennoch sei in diesem Zusammenhang erwähnt, dass eine überdurchschnittliche Incentivierung nicht unbedingt in Zusammenhang mit der Rendite einer Beteiligung steht: So haben Acharya et al. (2009) in ihrer Untersuchung und mit Verweis auf Übereinstimmung der Aussage von Leslie und Oyer (2008) herausgefunden, dass im top Tercil der Deals nur in neun Prozent der Fälle eine überdurchschnittliche Gehaltsincentivierung geboten wurde, während dies in 40 Prozent der anderen Deals der Fall war (vgl. Acharya et al. (2009), S. 29 f.).

⁹⁴⁴ Teilsatz vgl. DeAngelo et al. (1984), S. 368; vgl. Perry und Williams (1994), S.158; vgl. Fischer und Louis (2008), S. 1771.

⁹⁴⁵ Teilsatz vgl. Renneboog et al. (2007), S. 599. Vgl. ausführlich dazu Cornelli und Li (2006). Dies würde laut den Autoren die Frage aufwerfen, inwiefern die Wertsteigerung nach MBOs und Privatisierungen tatsächlich auf den neuen Investor oder auf das Verhalten des Managements vor dem Kauf zurückzuführen sind (vgl. Cornelli und Li (2006), S. 43).

⁹⁴⁶ Vgl. Cornelli und Li (2006), S. 4. Die Autoren weisen darauf hin, dass im Falle eines MBO das Management über den Zeitpunkt der Transaktionsankündigung entscheidet, weshalb es eine vertragliche Verpflichtung des Managements zu einer umgehenden Kommunikation der Kaufabsichten geben sollte (vgl. Cornelli und Li (2006), S. 4).

Grundlegende Informationsprobleme und Unsicherheiten bei einem Unternehmenskauf: Informationsasymmetrien und Prognoseproblem

von Anreizen möglichst minimiert (siehe Abschnitt 3.4.4).⁹⁴⁷ Sowohl für Käufer als auch Verkäufer gilt es, die Gewichtung der gegenläufigen Anreize des Unternehmensmanagements im Zuge einer Transaktion möglichst gut zu verstehen.⁹⁴⁸

Die in diesem Abschnitt aufgeführten Überlegungen zu Informationsausstattung und Anreizen von Käufer, Verkäufer und Management des Unternehmens sind in Abbildung 11 zusammengefasst.

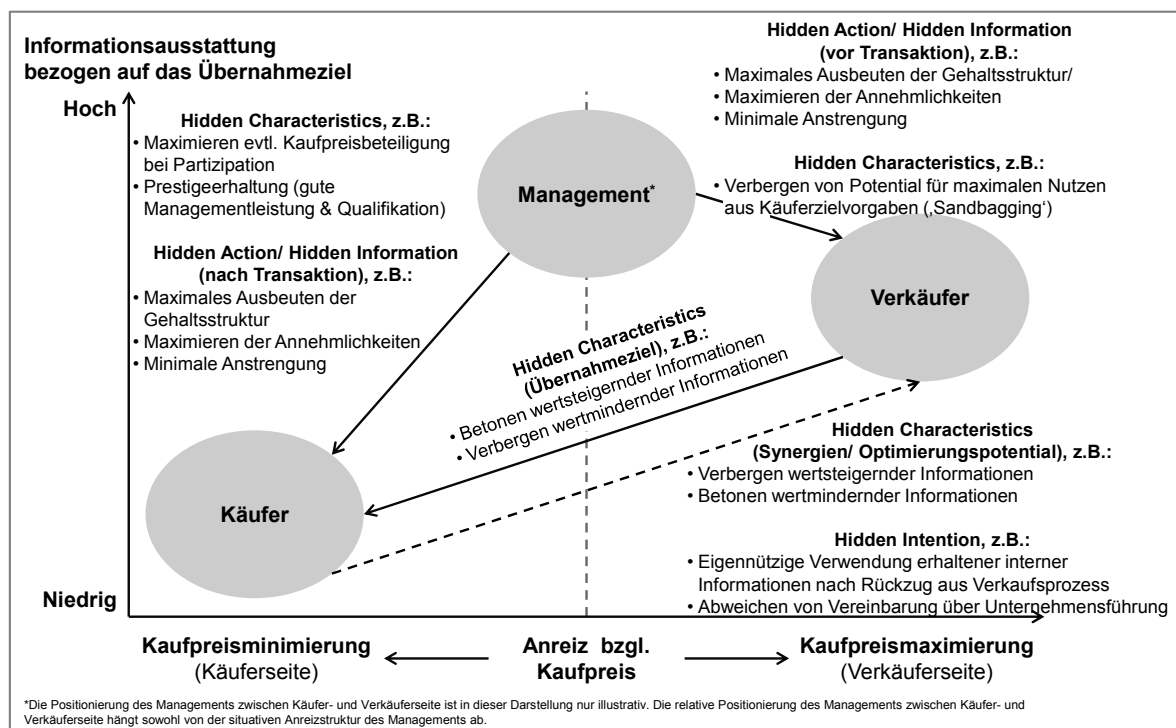


Abbildung 11: Informations-Anreizbeziehung zwischen Käufer, Verkäufer und Management bei einer Unternehmenstransaktion.⁹⁴⁹

Arthurs und Busenitz (2003) gehen, u.a. mit Bezug auf van Osnabrugge (2000), anhand der Beziehung von Venture Capital-Geber und Unternehmer davon aus, dass die meisten Informationsprobleme vor der Transaktion minimiert werden, weil sämtliche Lösungsmechanismen (z.B. Vertragliche Klauseln, Garantien, Anreizsetzungen/ Kompensationsmechanismen) im Vorfeld vereinbart werden.⁹⁵⁰

⁹⁴⁷ Vgl. Arthurs und Busenitz (2003), S. 151 am Beispiel der Beziehung von Venture Capital Geber und Unternehmer.

⁹⁴⁸ Vgl. Fischer und Louis (2008), S. (14).

⁹⁴⁹ Eigene Darstellung.

⁹⁵⁰ Vgl. Arthurs und Busenitz (2003), S. 150 f.

Die aufgeführten Informationsrisiken sind in einem Venture Capital-Kontext laut Arthurs und Busenitz (2003) mit ein paar Einschränkungen zu beleuchten:⁹⁵¹ Eine Vertiefung der Beziehung zwischen Investor und Unternehmen über die Zeit mag opportunistisches Handeln reduzieren. Die Unternehmer fühlen sich trotz der Venture Capital Finanzierung nach wie vor auch als Eigentümer und schließlich sei der Kapitalgeber mit seiner Betreuung wegen der persönlichen Kenntnisse sowie Stärken und Schwächen des Unternehmers lediglich eine Ergänzung zum Unternehmer selbst.

4.2 Prognoseproblem beim Unternehmenskauf

Dieser Abschnitt widmet sich dem Prognoseproblem bei Unternehmenskäufen, was das zweite Gebiet der Informationsprobleme beim Unternehmenskauf eröffnet. Zunächst sei die Notwendigkeit von Prognosen im Kontext des Unternehmenskaufs begründet, in einem anschließenden Abschnitt wird kurz auf Prognosen im Rahmen der Unternehmensbewertung vor dem Hintergrund analytischer und intuitiver Entscheidungsgrundlagen eingegangen.

4.2.1 Notwendigkeit von Prognosen beim Unternehmenskauf

Unternehmensbewertung ist letztlich eine zukunftsorientierte betriebswirtschaftliche Übung⁹⁵², hierbei werden die Erwartungen für die Zukunft mit Hilfe entsprechender Bewertungsverfahren in einen Unternehmenswert kondensiert (siehe Abschnitt 3.4.2.3). Es ergibt sich das zentrale Problem der Vorhersage darüber, wie hoch die künftigen Zahlungsströme bzw. Erfolge ausfallen werden und wie hoch die mit ihnen verbundene Unsicherheit ist. Vor allem mit Hinblick auf den Terminal Value des Unternehmens, der bis zu 80 Prozent des Unternehmenswerts ausmachen kann, sind eine entsprechende Planung, das Treffen von Annahmen und die Durchführung von

⁹⁵¹ Vgl. Arthurs und Busenitz (2003), S. 159.

⁹⁵² Teilsatz vgl. Howson (2012), S. 28. Siehe auch Abschnitt 3.4.2.3.

Prognosen sehr wichtig.⁹⁵³ Nachdem Private Equity Gesellschaften mit Hinblick auf ihr Geschäftsmodell die gekauften Unternehmen i.d.R. kurz- bis mittelfristig wieder verkaufen (siehe Abschnitt 3.1.1), ist für deren Arbeit der zukunftsorientierte, auf die künftige Entwicklung ausgerichtete Bewertungsansatz relevant –schließlich impliziert die Wertsteigerung eines Unternehmens dessen Fortführung bzw. die Fortführung von Teilen davon⁹⁵⁴, auch wenn das Zielunternehmen oder dessen Teile innerhalb einer anderen Gesellschaft als Tochter weitergeführt werden oder vollständig in dieser aufgehen können. Im Private Equity –insbesondere bei der Beteiligung an jungen Unternehmen im Rahmen der Venture Capital Finanzierung- ist eine quantitative und qualitative Bewertung der künftigen Unternehmensentwicklung oftmals unter erschwerten Informationsbedingungen zu bewerkstelligen (siehe Abschnitt 3.2). Ein Private Equity Unternehmen beteiligt sich in vielen Fällen an nicht börsennotierten Unternehmen und kann sich nicht immer voll auf die ‚Intelligenz des Kapitalmarktes‘ (sofern man von einer solchen überhaupt ausgehen kann) oder zumindest auf die dort vorherrschenden Erwartungen stützen. Unabhängig davon ist für den Investor eine ‚eigene‘ Bewertung der Zukunft des betrachteten Unternehmens unerlässlich (siehe Abschnitte 3.4.2.2 und 4.1). Kurzum, eine Private Equity Gesellschaft kann sich bei der Investitionsentscheidung der Analyse und Bewertung der Zukunft des Zielunternehmens nicht entziehen. Kluge Investitionsentscheidungen sind neben der eigentlichen Wertsteigerung der Unternehmen ein wesentlicher Faktor für den Erfolg einer Private Equity Gesellschaft.⁹⁵⁵

Viele Veröffentlichungen zum Thema Unternehmensbewertung enthalten –oftmals in ihrer Einleitung- eine zweifelsohne unbestrittene, dafür umso öfter wiederholte ‚Erkenntnis‘, nach welcher die Vorhersage der Zukunft dem Menschen nicht möglich ist und deshalb die Einschätzung der selbigen mit Unsicherheit verbunden ist. Um diese ‚zentrale Einsicht‘ herum hat sich auch auf dem Gebiet der Unternehmensbewertung ein ganzer Apparat an Methoden, Vorgehensweisen und (oftmals sehr kostspieligen) Datenquellen⁹⁵⁶ gebildet, der dabei helfen soll, zum einen die Entwicklung der Zu-

⁹⁵³ Vgl. Brauner und Grillo (2011), S. 369.

⁹⁵⁴ Als mögliche Ausnahme könnte in Einzelfällen eine vollständige Liquidation einen höheren Erlös einbringen, als der bezahlte Kaufpreis –allerdings kann dieser Umstand als durchaus selten, wenn nicht gar als theoretisch, betrachtet werden.

⁹⁵⁵ Vgl. Zacharakis und Meyer (2000), S. 325.

⁹⁵⁶ Zu den führenden Anbietern gehören z.B. Bloomberg, Thomson, Preqin, Datastream.

kunft auf Basis der zum Bewertungszeitpunkt vorhandenen Informationen sowie ihre Unsicherheit –und damit das Risiko- einzuschätzen. Für die betriebswirtschaftliche Praxis stellt dies einen enormen und attraktiven Markt dar, der von der Bereitstellung von Kontakten sowie Daten und Informationen bis hin zu deren Analyse und Bewertung sämtliche transaktionsrelevanten Dienstleistungen umfasst. Die immer komplexere Rechtslage und Haftungsregulierung rund um Unternehmenstransaktionen⁹⁵⁷ hat zur Weiterentwicklung dieses lukrativen Dienstleistungsmarkts verstärkend beigetragen.

4.2.2 Prognosemethoden und Analytik & Intuition bei (Investitions-) Entscheidungen

Die Investitionsentscheidung als solche ist binär, da sie stets auf eine Investition (auch im Fall eines reduzierten Anteils) oder ihre Ablehnung gerichtet ist.⁹⁵⁸ Das dazugehörige Prognostizieren dient der Orientierung, um die gesamte Bandbreite möglicher Entwicklungen unter Berücksichtigung der tatsächlich vorliegenden Zusammenhänge auf einen überschaubaren Umfang zu senken.⁹⁵⁹ Dabei sind Prognosen mit einem entsprechenden Zeitraum über ihr Eintreten zu verbinden, da ihre Aussagen ansonsten wertlos sind.⁹⁶⁰ Ebenso sind Prognosen auf eine Teilmenge der insgesamt möglichen Ausgänge, also des Ereignisraums, zu reduzieren, da sie sonst zwar stets zutreffen, jedoch keine zusätzliche Information über den am ehesten zu erwartenden Ausgang liefern.⁹⁶¹ Ausgangslage für die Durchführung von Prognosen sind oftmals bereits bestehende Zusammenhänge. Meist bauen Prognosemethoden auf Zusammenhängen in der Vergangenheit auf⁹⁶² bzw. es findet ein Lernprozess aus der Vergangenheit heraus statt⁹⁶³, denkbar wäre allerdings auch das Heranzie-

⁹⁵⁷ Vertiefend dazu vgl. Berens und Strauch (2011).

⁹⁵⁸ Vgl. Zacharakis und Meyer (2000), S. 325.

⁹⁵⁹ Vgl. Bretzke (1975a), S. 84 f.; vgl. Weiler (2005), S. 39.

⁹⁶⁰ Vgl. Brockhoff (1977), S. 17 f.; vgl. Weiler (2005), S. 39 f.

⁹⁶¹ Die Notwendigkeit einer zeitlichen und inhaltlichen Eingrenzung macht Weiler (2005) an entsprechenden Beispielen fest (vgl. Weiler (2005), S. 40).

⁹⁶² Teilsatz vgl. Weiler (2005), S. 40.

⁹⁶³ Vgl. Wild (1982), S. 93; vgl. Weiler (2005), S. 40.

hen von Zusammenhängen aus einer Momentaufnahme.⁹⁶⁴ Die Frage, inwieweit bestehende Zusammenhänge für die durchgeführte Vorhersage geeignet sind, lässt sich jedoch nicht ohne weiteres beantworten.⁹⁶⁵ Dies erfordert entsprechende und regelmäßige Überprüfungen⁹⁶⁶, z.B. mit Hilfe von Tests auf Strukturbrüche⁹⁶⁷. Eine solide Kenntnis von der Wirkung einzelner Treiber auf die zu prognostizierende Größe –z.B. bei Treiberbäumen– sowie deren aktueller Veränderung kann ebenfalls beim Umgang mit Strukturbrüchen behilflich sein. Die Qualität der Daten spielt für die Prognose eine wesentliche Rolle⁹⁶⁸, schließlich kann eine Prognose nicht bessere Ergebnisse liefern, als es die ihr zugrundeliegende Datenqualität ermöglicht. Im Zusammenhang mit quantitativen Prognosen sollte der Entscheider –gerade auch bei unzureichender Datenqualität– die Gefahr einer ‚Scheinobjektivierung‘ der für die Investitionsentscheidung relevanten Analysen im Blick haben.

Im Rahmen der Unternehmensbewertung stehen zur Lösung des Prognoseproblems verschiedene Verfahren zur Verfügung, die sich prinzipiell in mathematisch-statistische und intuitive Prognoseverfahren einteilen lassen (siehe Tabelle 4).⁹⁶⁹ Die Investitionsentscheidung ist stets durch beide Elemente geprägt, eine rein rationale Entscheidung bzw. eine rein rationale Verarbeitung der Inputdaten ist in der Wirklichkeit nicht der Fall.⁹⁷⁰ Eine ausführliche Beschreibung der hier aufgeführten Methoden im Unternehmensbewertungskontext findet sich in Hayn (1998) bzw. in Weiler (2005) wieder, auf die und die darin aufgeführte Literatur an dieser Stelle verwiesen sein soll. Die theoretischen Grundlagen zu den mathematisch-statistischen Verfahren finden sich z.B. in Fahrmeir et al. (1996), Moosmüller (2004), Kennedy (2008) UND Backhaus et al. (2010) für die aufgeführten statistischen Methoden bzw. vertiefend Klein (2010a) und Robert und Casella (2010) für Monte-Carlo-Simulation.

⁹⁶⁴ Wobei diese Momentaufnahme logisch streng genommen wieder als eine –wennlich kurze– ‚Vergangenheit‘ zu sehen ist, sobald sie für die Analyse dokumentiert wurde.

⁹⁶⁵ Vgl. Weiler (2005), S. 40.

⁹⁶⁶ Teilsatz vgl. Brockhoff (1977), S. 20; vgl. Weiler (2005), S. 40.

⁹⁶⁷ Vgl. z.B. Moosmüller (2004) für eine ausführliche methodische Behandlung von Strukturbrüchen im Kontext von ökonometrischen Analysen.

⁹⁶⁸ Teilsatz vgl. Brockhoff (1977), S. 19; vgl. Weiler (2005), S. 40.

⁹⁶⁹ Diese Einteilung wird von Hayn (1998) vorgenommen und z.B. von Weiler (2005) fortgeführt.

⁹⁷⁰ Vgl. Zacharakis und Meyer (2000), S. 326 und die dort aufgeführte Literatur.

Prognoseverfahren	
Mathematisch-statistische Prognoseverfahren	Intuitive Prognoseverfahren
<ul style="list-style-type: none"> • Clusteranalyse • Diskriminanzanalyse • Zeitreihenanalyse • Regressionsanalyse • Verteilungsfreie Verfahren (z.B. Monte-Carlo-Simulation, künstliche neuronale Netze) 	<ul style="list-style-type: none"> • Analogieschluss • Morphologische Analyse • Relevanzbaumverfahren • Szenario-Technik

Tabelle 4: Einteilung von Prognoseverfahren im Rahmen der Unternehmensbewertung.⁹⁷¹

Bezüglich des Treffens von Prognosen bzw. Investitionsentscheidungen stellt sich verstärkt die Frage nach dem Zusammenspiel der analytischen Ebene mit der intuitiven Ebene bzw. mit Expertenwissen oder Erfahrungswerten. Dies ist auch Gegenstand der empirischen Untersuchung in der vorliegenden Arbeit (siehe Kapitel 5). Während die analytische Ebene über die ihr zugrundeliegenden Verfahren eher einfach bzw. eindeutig zu beschreiben ist, gestaltet sich dies bei der Intuition eher schwierig. So bemängeln beispielsweise Hansmann (1995) und Hammond et al. (1997) das Fehlen einer wirklichen Erklärung von Intuition bzw. Expertenwissen.⁹⁷² Expertenwissen ist in seinem Umfang weder genau zu bestimmen, noch sprachlich exakt auszudrücken und deshalb mittels formalisierter Methoden nur intuitiv zu verarbeiten.⁹⁷³ In diesem Kontext liefern Hammond et al. (1997) eine Unterscheidung von Intuition und Analytik anhand verschiedener Kriterien (siehe Tabelle 5).

⁹⁷¹ Eigene Darstellung in Anlehnung an die Einteilung in Hayn (1998), S. 257-365; Weiler (2005), S. 41, Abbildung 9 (verteilungsfreie Verfahren wurden durch den Verfasser ergänzt).

⁹⁷² Vgl. Hammond et al. (1997), S. 147 f. Dort befindet sich auch eine Übersicht über die bis zu diesem Zeitpunkt vorliegenden Definitionen von Intuition.

⁹⁷³ Vgl. Bretzke (1975a), S. 180; vgl. Hayn (1998), S. 294.

Kriterium	Intuition	Analytik
Kognitive Kontrolle	Niedrig	Hoch
Geschwindigkeit der Datenverarbeitung	Schnell	Langsam
Bewusste Erkenntnis/ Prozessbewusstsein	Niedrig	Hoch
Ordnungsprinzip	Gewichteter Durchschnitt	Fallspezifisch
Fehler	Normalverteilt	Wenig, dafür groß
Vertrauen in Ergebnis	Hoch	Niedrig
Vertrauen in Methode	Niedrig	Hoch

Tabelle 5: Unterscheidung von Intuition und Analytik.⁹⁷⁴

Auch die Interpretation der Ergebnisse von Intuition im Verhältnis zu analytischer Arbeit gestaltet sich als äußerst ambivalent, wie Hammond et al. (1997) schreiben: „*For example, good intuition is often said to be the mark of a true expert, yet intuition is often despised as mere guesswork hiding behind analytical laziness. Good analytical ability is often praised as high competence, yet often dismissed as nothing more than slavish ,going by the book‘.*“⁹⁷⁵ Ebenfalls liegt bei der Verwendung von intuitiven Prognosen mit ihrem geringen Formalisierungsgrad bei der Informationsverarbeitung der mögliche Verdacht nahe, statt der Lösung des Prognoseproblems dieses lediglich bei den an der Bewertung teilnehmenden Personen zu belassen, bei gleichzeitigem Zulassen einer gewissen Willkür.⁹⁷⁶ Camerer und Johnson (1997) suggerieren u.a. in ihrer kritischen Untersuchung von Experteneinschätzungen, dass analytische Modelle grundsätzlich eine präzisere Verarbeitung von Informationen leisten, Experten jedoch gerade bei besonderen Abweichungen von der statistisch zu erwartenden Regel eine wertvolle Ergänzung sein können.

Neben der reinen Beschreibung von Intuition und Analytik ist ein ausschließlich gegenüberstellender Vergleich von intuitiven Entscheidungsergebnissen mit den Ergebnissen analytischer Modelle laut Hammond et al. (1997) schon deshalb problematisch, weil hier personenbezogene Prozesse und Entscheidungselemente mit den nicht-personenbezogenen Ergebnissen einer rechnerischen Gleichung als Maß für

⁹⁷⁴ Eigene Darstellung in Anlehnung an Hammond et al. (1997), S. 148.

⁹⁷⁵ Hammond et al. (1997), S. 29.

⁹⁷⁶ Vgl. Hayn (1998), S. 295.

Rationalität verglichen werden.⁹⁷⁷ Intuitive Prognoseverfahren per se sind nicht unbedingt ‚un-analytisch‘, sie verarbeiten lediglich quantitative und qualitative Daten zugleich⁹⁷⁸, ihre Theorie ist nicht stark ausgebildet und sie sind teilweise subjektiv geprägt und teils schwer zu überprüfen⁹⁷⁹. Ebenso fällt nach Simon (1987) eine klare Abgrenzung der Ergebnisse von Intuition und Analytik insofern schwer, als intuitive Entscheidungen [oder Experteneinschätzungen, Anm. d. Verf.] oft auf ‚eingefrorenen‘ Analysen beruhen können, die als Faustregeln in die Entscheidungsgewohnheit übergegangen sind, um damit die Notwendigkeit analytisch systematischer und fundierter Entscheidungen mit einer zeitlichen Effizienz und Reaktionsschnelle zu vereinbaren.⁹⁸⁰ Diese Aussage macht die Problematik deutlich, eine ‚rein intuitive‘ Entscheidung –also isoliert von analytischen Komponenten- also solche überhaupt zu identifizieren. In den Entscheidungssituationen des Geschäftsalltags darf es ohnehin keine binäre Wahl zwischen rein analytischen oder rein intuitiven Entscheidungen geben. Die soeben geschilderte Erklärung kommt der im Alltag so oft als ‚Erfahrung‘ bezeichnete Entscheidungsbasis sehr nahe und stellt ein gewisses Verständnis über die Herkunft bzw. Basis des Expertenwissens her. Sie ist nämlich das Ergebnis eines langjährigen Lern- und Erfahrungsprozesses und entsprechenden Trainings.⁹⁸¹ So bringt Erfahrung zunächst eine gesteigerte Effizienz bei Entscheidungen mit, da ein Lerneffekt mit Hinblick auf die Trennung wesentlicher und unwesentlicher Kriterien erfolgt.⁹⁸² Folgende Aussage macht die letzten Ausführungen an einem Beispiel für Venture Capital Investitionen besonders deutlich: *„In meinen Investitionsentscheidungen gewichte ich die Ergebnisse aus dem Analyseverfahren mit lediglich 10% bis 20%. Grundsätzlich sollte man davon ausgehen, dass über eine längere Zeit –d.h. 3 bis 15 Jahre- ein Venture-Capital Investment in Jungunternehmen etwa 25% bis 30% per annum rentieren sollte. Dabei gibt es Ausreißer nach oben, aber*

⁹⁷⁷ Vgl. Hammond et al. (1997), S. 144 f.

⁹⁷⁸ Teilsatz vgl. Hayn (1998), S. 294.

⁹⁷⁹ Teilsatz vgl. Hansmann (1995), S. 271; vgl. Hayn (1998), S. 294.

⁹⁸⁰ Dieser und nächster Satz vgl. Simon (1987), S. 57-64 (der Autor erwähnt noch ‚irracionales‘ Entscheiden, das auf Emotionen beruht). Prognosen auf intuitiver Basis können durchaus auch methodischen Berechnungsschemata unterzogen werden. So wird eine intuitiv gewonnene Informationsbasis z.B. im Rahmen einer Szenarioanalyse in einem analytischen Rechenmodell (z.B. Unternehmensbewertungsmodell oder Marktmodell) quantitativ verarbeitet, intuitiv basierte und einfach anzuwendende Kriterien helfen dabei, den Entscheidungsraum auf effizientem Weg auf eine niedrigere Zahl relevanter Optionen zu reduzieren (siehe Abschnitt 3.4.2.1 zur ersten Vorselektion bei der Beteiligungssuche von Private Equity Gesellschaften).

⁹⁸¹ Vgl. Camerer und Johnson (1997), S. 342 f.

⁹⁸² Vgl. Shepherd et al. (2003), S. 382.

*natürlich auch nach unten. Im Extremfall resultiert ein Totalverlust. Auch wenn die realistische Erwartung im Mittel also etwa in der Größenordnung von 25% [liegt, Anm. d. Verf.], so budgetiere ich doch rund das Doppelte. Wenn dann nur die Hälfte aller Projekte so verläuft wie erwartet, so erreiche ich mit dem gesamten Portfolio doch das langfristige Mittel.*⁹⁸³ Zum einen wird erkennbar, dass die reinen Analyseergebnisse nur zu einem gewissen Anteil die Investitionsentscheidung bestimmen. Zum anderen verdeutlicht der Autor die Verwendung qualitativer Elemente bzw. auf Basis der persönlichen Erfahrung ‚eingefrorener‘ analytischer Rahmendaten (Faustregeln), um über eine Investition zu entscheiden.

Eine Investitionsentscheidung sollte nicht alleinig und rigide auf der analytischen Grundlage entschieden werden, was sich auch auf dem bereits erwähnten Vergangenheitsbezug mathematisch-statistischer Methoden begründet: *„Quantitative financial analysis should not be the guiding force in due diligence. Acquirers who know what they are doing balance the quantitative with the qualitative [...]. It is only by understanding the commercial forces that you can understand a company's future.*⁹⁸⁴ Diese Aussage belegt Howson (2012) mit folgenden Gründen mit Hinblick auf finanzielle Größen:⁹⁸⁵

- Die Einführung neuer Produkte kann vor allem in kleineren und mittleren Unternehmen eine bedeutende Veränderung der bisherigen Unternehmensentwicklung herbeiführen
- Auch kann die Veränderung der Kundenstruktur –insbesondere bei Hinzugewinnen oder Verlusten von Großkunden- einen entsprechenden Strukturbruch herbeiführen
- Änderungen in der Marktentwicklung bzw. im Kundenverhalten und im technischen Bereich können die bisherigen Zusammenhänge deutlich verändern
- Probleme der Vergleichbarkeit bei grundsätzlich ähnlichen Unternehmen, z.B. wegen unterschiedlicher Anwendung von Rechnungslegungsregeln, abweichenden Zielen/ Strategien, zeitlich unterschiedlichen Phasen und andersarti-

⁹⁸³ Friedli (2001), S. 97.

⁹⁸⁴ Howson (2012), S. 28.

⁹⁸⁵ Vgl. Howson (2012), S. 28, Tabelle 1.2.

ge Produktportfolios; dies erschwert Rückschlüsse von anderen Unternehmen auf das Zielunternehmen⁹⁸⁶

- Regulatorische Änderungen können entsprechende Kosten verursachen sowie die Markt- und Wettbewerbsstruktur beeinflussen
- Einfluss und wachsende Bedeutung von immateriellen Vermögensgegenständen und deren künftig zu erwartender Wert (z.B. im Dienstleistungssektor, Schutzrechte, Reputation oder Vorhandensein bestimmter Mitarbeiter)

Intuition und Analytik sollten nach Hammond et al. (1997) nicht dichotom gegenübergestellt, sondern vielmehr als ein Kontinuum betrachtet werden, welches sich von Intuition bis hin zu Analytik bewegt.⁹⁸⁷ Die Ausführungen dieses Abschnitts zeigen auf, dass Intuition bzw. Expertenwissen oder Erfahrung aufgrund ihres Entstehungsprozesses und ihrer Verflechtung mit einer analytischen Entscheidungsgrundlage sowie deren Ergänzung bei der Lösung der Vergangenheitsproblematik nicht getrennt von dieser zu betrachten und anzuwenden sind. So schreibt auch Hayn (1998) Expertenwissen im Zuge der Bewertung und im besonderen bei jungen Unternehmen eine wichtige Rolle zu.⁹⁸⁸ Deswegen ist der heranzuziehende Expertenkreis mit Hinblick auf Erfahrungshintergrund und Umfang sorgfältig zu bestimmen.⁹⁸⁹ Im Kontext von Private Equity hat sich die empirische Forschung ebenfalls mit dem Zusammenspiel aus und dem Vergleich von Analytik und Intuition bei der Investitionsentscheidung beschäftigt. Die Investitionsentscheidung ist hier –gerade bei Venture Capital Investitionen- besonderen Schwierigkeiten unterworfen:⁹⁹⁰

- Die Informationen ändern sich schnell und das Zeitfenster für die Investitionsentscheidung ist meistens recht kurz
- Erfolgreiche Investitionen lassen sich gerade wegen der Halteperiode erst nach ca. sieben Jahren feststellen, nicht erfolgreiche Investitionen meist schon nach zwei bis drei Jahren

⁹⁸⁶ Diese Problematik wurde bereits im Zusammenhang mit Multiplikatorverfahren in Abschnitt 3.4.2.3 angesprochen.

⁹⁸⁷ Vgl. Hammond et al. (1997), S. 146, welche dies als eine der Prämissen für ihre Untersuchung formulieren.

⁹⁸⁸ Vgl. Hayn (1998), S. 294 f.

⁹⁸⁹ Die Kriterien für die Wahl von externen Daten und Beratern sind ebenfalls Gegenstand der empirischen Untersuchung (vgl. Abschnitt 5.4.2.2).

⁹⁹⁰ Vgl. Zacharakis und Meyer (2000), S. 326 und die dort aufgeführte Literatur.

- Die Investitionsentscheidung ist gerade im Venture Capital von einer stark intuitiven Komponente geprägt

Zacharakis und Meyer (2000) haben in einem Vergleich der Prognosegenauigkeit Hinweise darauf gefunden, dass formalisierte statistische Entscheidungsmodelle (z.B. Bootstrap-Modelle⁹⁹¹) unter Verwendung investitionstypischer Entscheidungskriterien entlang von Unternehmer/Team, Produkt/ Dienstleistung des Unternehmens, Marktcharakteristika und finanziellen Faktoren eine höhere Prognosegüte bzgl. Erfolg und Misserfolg einer Investition erzielen als Venture Capital Experten. Im wesentlichen wird dies damit begründet, dass Bootstrap-Modelle eine hohe Konsistenz bei der Anwendung der Entscheidungskriterien aufweisen, keine nicht-zufälligen Verzerrungen mit sich bringen und eine optimale Gewichtung der Investitionsentscheidungskriterien ermitteln.⁹⁹² Demgegenüber sehen die Autoren bei der menschlichen Entscheidung die Gefahr von Inkonsistenzen im Vorgehen und Verzerrungen insbesondere bei einer Informationsüberladung, welche die Entscheider überfordert und die Investitionsentscheidung damit behindert.⁹⁹³ Zusammenfassend empfehlen die Verfasser eine verstärkte quantitative Unterstützung bzw. Verbesserung des Investitionsentscheidungsprozesses von Venture Capital Gesellschaften.

Expertenwissen und persönliche Erfahrung wirken sich grundsätzlich positiv auf den Erfolg eines Private Equity Unternehmens aus (so z.B. in Knigge et al. (2006)), sie sind jedoch, wie Shepherd et al. (2003) wiederum gezeigt haben, ein zweischneidiges Schwert: In deren Untersuchung stellt sich heraus, dass die Prognosegenauigkeit von Venture Capital Experten im Vergleich zu statistischen Entscheidungsmodellen mit zunehmender Erfahrung zunächst ansteigt, ab einem gewissen Erfahrungsschatz (ab 14 Jahren einschlägiger Erfahrung) jedoch wieder abnimmt. Sie begründen dies mit einer zunehmenden Rigidität bezüglich des Festhaltens an in der Vergangenheit erfolgreichen Entscheidungsmustern (Faustregeln, gedanklichen Abkürzungen) und einer hierdurch reduzierten Flexibilität bei der Reaktion auf Spezifika

⁹⁹¹ Für eine Beschreibung von Bootstrap-Modellen sei z.B. auf Zacharakis und Meyer (2000) S. 328 ff. und die dort aufgeführte Literatur verwiesen.

⁹⁹² Vgl. Zacharakis und Meyer (2000), S. 330 und die dort aufgeführte Literatur.

⁹⁹³ Dieser und nächster Satz vgl. Zacharakis und Meyer (2000), S. 339 f.

einzelner Investitionen oder grundsätzlicher Veränderungen über die Zeit.⁹⁹⁴ Anders ausgedrückt formulieren Shepherd et al. (2003), dass ab einem bestimmten Erfahrungsschatz die zusätzlichen Vorteile einer zunehmenden Effizienz des Entscheidungsverhaltens mittels Intuition und fester Regeln („eingefrorene Analytik“) durch die möglichen Kosten einer reduzierten kognitiven (analytischen) Entscheidung überstiegen werden. Auch unterstellen die Verfasser den Entscheidern bei zunehmender Erfahrung die Gefahr einer Überschätzung ihrer eigenen Entscheidungskennnisse, sobald die ein bestimmtes Maß an Erfahrung erreicht haben. Weitergehende Literatur zum Investitionsentscheidungsverhalten von Venture Capital Investoren findet sich z.B. in Zacharakis und Meyer (1998); Zacharakis und Shepherd (1999), Zacharakis und Shepherd (2001) sowie Zacharakis und Shepherd (2007).

Für das Zustandekommen einer Investitionsentscheidung findet sich in Abbildung 12 eine zusammenfassende und vereinfachte schematische Darstellung. Die eingehenden Informationen können sowohl einer quantitativen (analytischen) und/ oder einer qualitativen (intuitiven) Verarbeitung unterzogen werden. Die Gewichtung und das Wechselspiel dieser beiden Elemente mit Hinblick auf deren Treiber und auch auf den Erfolg einer Private Equity Gesellschaft ist Gegenstand der empirischen Untersuchung in Kapitel 5 der vorliegenden Arbeit.

⁹⁹⁴ Damit folgern die Autoren eine richtigerweise vorgesehene Aufgabenverteilung in Private Equity Gesellschaften entlang der Hierarchiestufen, nach welcher die untere Ebene der Analysten und die mittlere Ebene der Investitionsmanager die Investitionsentscheidung operativ bearbeiten, während die ranghöchsten und erfahrensten Personen auf Ebene der Partner und Managing Directors die daraus abgeleiteten Empfehlungen im Investitionskomitee absegnen und zusätzlich andere Aufgaben wahrnehmen, z.B. die Akquisition von Investitionsunternehmen oder die Netzwerkpflege.

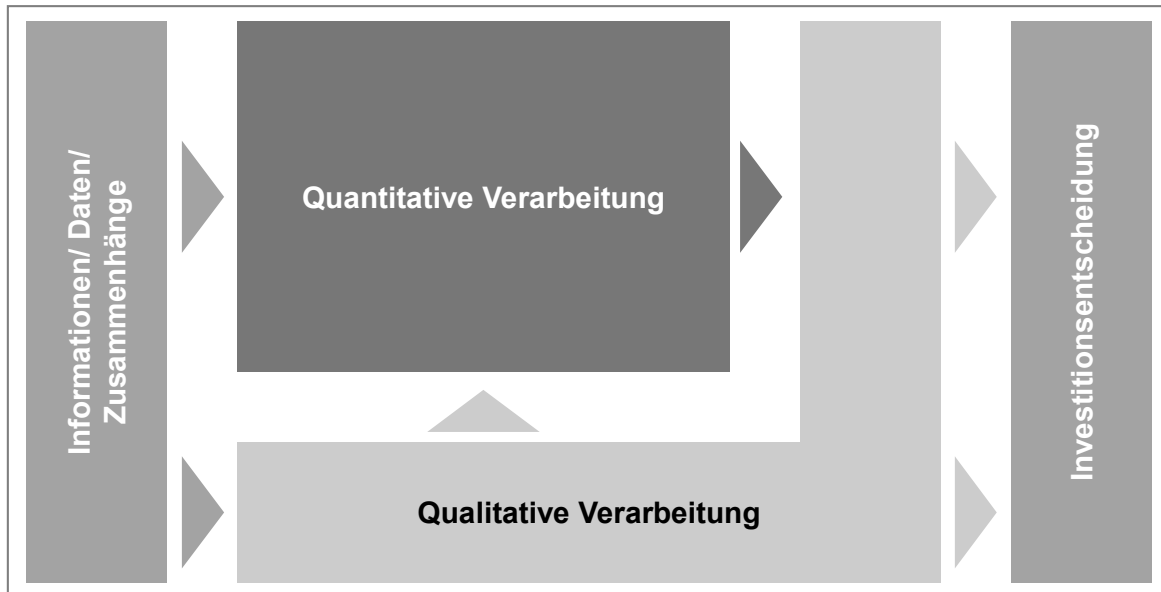


Abbildung 12: Quantitative und qualitative Verarbeitung in Zuge der Investitionsentscheidung (vereinfacht).⁹⁹⁵

⁹⁹⁵ Eigene Darstellung.

5 Empirische Untersuchung: Due Diligence im Private Equity – Einsatz und Rolle quantitativer Methoden bei Private Equity Transaktionen

Das vorliegende Kapitel behandelt die empirische Untersuchung dieser Arbeit. Nach einer knappen Beschreibung des Forschungsansatzes im ersten Abschnitt folgt im zweiten Abschnitt die Definition der zu untersuchenden Hypothesen entlang der in Abschnitt 2.2 formulierten Fragestellungen. Der dritte Abschnitt beschreibt die für die Untersuchung verwendeten bzw. erhobenen Daten. Die Auswertung der Daten erfolgt sowohl deskriptiv als auch entlang der definierten Hypothesen und wird im vierten Abschnitt beschrieben und diskutiert. Der fünfte Abschnitt liefert eine zusammenfassende Diskussion der Ergebnisse.

5.1 Forschungsansatz und Vorgehensweise für die empirische Untersuchung

Die vorliegende empirische Untersuchung basiert auf den in Abschnitt 2.2 formulierten Fragestellungen. Für deren Behandlung wurden zu jeder Fragestellung entsprechende Hypothesen abgeleitet. Auf Basis der formulierten Fragestellungen und Hypothesen erfolgte die Bestimmung der notwendigen Datengrundlage und der zugehörigen Quellen, die sich aus einer empirischen Befragung von Private Equity Experten in der Praxis und einer Datenbank zur Performance von Private Equity Gesellschaften zusammensetzen. Anschließend erfolgen Auswertung der Daten und Tests der verschiedenen Hypothesen, womit eine Interpretation der Ergebnisse einhergeht. Die Auswertungen erfolgen zunächst deskriptiv, begleitet von Anteilstests auf mehrheitliche Antworten und vertiefenden Einzelauswertungen. Diesen folgen zwei Strukturgleichungsmodelle, deren postulierte Variablenkonstrukte zunächst mithilfe einer Hauptkomponentenanalyse verifiziert werden. Abschließend erfolgt eine zusammenfassende Diskussion der wesentlichen Ergebnisse der Untersuchung entlang der aufgestellten Fragestellungen. Der hier beschriebene Ablauf der Untersuchung wird in Abbildung 13 zusammengefasst.

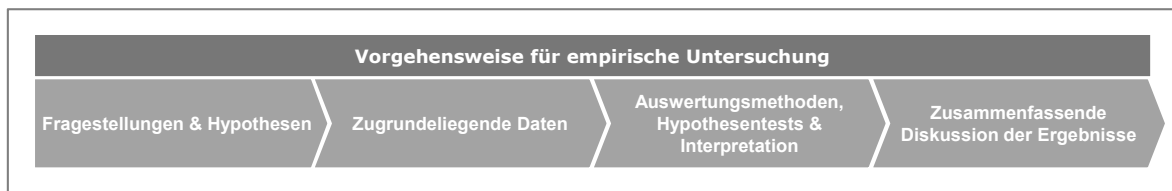


Abbildung 13: Vorgehensweise für die empirische Untersuchung dieser Arbeit.⁹⁹⁶

5.2 Untersuchte Fragestellungen und zugehörige Hypothesen

Neben einer deskriptiven Auswertung zur grundsätzlichen Betrachtung von Due Diligence im Private Equity sowie Einsatz und Rolle quantitativer und qualitativer Methoden bei der Investitionsentscheidung werden im Kontext der in Abschnitt 2.2 formulierten Fragestellungen in der vorliegenden Untersuchung folgende konkrete Hypothesen untersucht:

Fragestellungen zur Qualität von Due Diligence im Private Equity

- I. **Fragestellung I:** Wie gut ist die Due Diligence als wesentliches Element der Investitionsentscheidung mit Hinblick auf Risikotransparenz und Prognose-tauglichkeit zu bewerten
 - **Hypothese I.1:** Due Diligence wird von Private Equity Experten mehrheitlich als geeignetes Instrument wahrgenommen, um Investitionsrelevante Informationen/ Prognosen zu erhalten
 - **Hypothese I.2:** Due Diligence wird von Private Equity Experten mehrheitlich als geeignetes Instrument wahrgenommen, um Transparenz über die wesentlichen Investitionsrisiken herzustellen

⁹⁹⁶ Eigene Darstellung.

- II. **Fragestellung II:** Welcher Stellenwert wird der von der Verkäuferseite angebotenen Entscheidungsgrundlage (insbesondere Vendor Due Diligence) in der Praxis beigemessen, um ein verlässliches Bild über das Zielunternehmen zu erhalten, und wie wichtig ist es daher für die Käuferseite, selbst eine Due Diligence durchzuführen
- **Hypothese II.1:** Der von der Verkäuferseite bereitgestellten Entscheidungsgrundlage (insbesondere Vendor Due Diligence) wird ein begrenzter Stellenwert –vor allem im Vergleich zu käuferseitig durchgeführten Due Diligence Gutachten und anderen Informationsquellen– beigemessen
 - **Hypothese II.2:** Verkäuferinformationen und deren Interpretation durch die Verkäuferseite selbst fallen in den meisten Fällen zu optimistisch aus, insbesondere in den Bereichen mit erhöhter Prognoseunsicherheit/ erhöhtem Interpretationsspielraum, z.B. Markt-/ Umsatzentwicklung, Unternehmenswert
 - **Hypothese II.3:** Die käuferseitig wahrgenommene Unsicherheit bei der Investitionsentscheidung steht in direktem Zusammenhang mit der Ausnutzung von Informationsvorsprüngen durch die Käuferseite, insbesondere in den Bereichen mit erhöhter Prognoseunsicherheit/ erhöhtem Interpretationsspielraum, z.B. Markt-/ Umsatzentwicklung, Unternehmenswert

Fragestellungen zu Einsatz und Rolle quantitativer Methoden bei Private Equity Transaktionen

- III. **Fragestellung III:** Welche Rolle/ Funktion haben quantitative Methoden im Zuge der Investitionsentscheidung (z.B. zentrale Entscheidungsgrundlage, Informationsverarbeitung, etc.)
- **Hypothese III.1:** Quantitative Methoden spielen für die Investitionsentscheidung mehrheitlich eine zentrale Rolle (z.B. Informationsverarbeitung, Berechnung von Sensitivitäten/ Risiken)

- **Hypothese III.2:** Bei extern bezogenen Informationen/ Daten/ Prognosen spielen eingesetzte quantitative/ statistische Verfahren eine untergeordnete Rolle gegenüber äußerlich einfach nachzuvollziehenden Kriterien wie Reputation des Anbieters und zugrundeliegende Datenquellen
- IV. **Fragestellung IV:** Welche quantitativen und qualitativen Methoden (Modellierungen, Unternehmensbewertungsverfahren, statistische Methoden, etc.) werden im Zuge der Entscheidung über eine Private Equity Transaktion eingesetzt
- **Hypothese IV.1:** Modellierungen (z.B. Szenarien, GuV, Cash Flow, Markt) und Unternehmensbewertungsverfahren kommen bei Private Equity Transaktionen mehrheitlich immer zum Einsatz
 - **Hypothese IV.2:** Gängige Unternehmensbewertungsverfahren kommen bei Private Equity Transaktionen mehrheitlich immer zum Einsatz
 - **Hypothese IV.3:** Mathematische/ statistische Methoden kommen im Zuge der Investitionsentscheidung mehrheitlich nur in begrenztem Umfang zum Einsatz
 - **Hypothese IV.4:** Systematisierte qualitative Methoden (z.B. DELPHI-Methode, Analogieschluss) kommen im Zuge der Investitionsentscheidung im Vergleich zu einfachen Expertenbefragungen/ Interviews nur begrenzt zum Einsatz
 - **Hypothese IV.5:** Der Einsatz von quantitativen Methoden unterscheidet sich signifikant zwischen den verschiedenen Unternehmensarten (Venture Capital, Buyout, Unternehmensberatung, Investmentbank)
- V. **Fragestellung V:** Worin begründet sich ein unter Umständen begrenzter Einsatz mathematischer/ statistischer Methoden und wird ein verstärkter Einsatz quantitativer Methoden befürwortet
- **Hypothese V.1:** Ein begrenzter Einsatz mathematisch/ statistischer Methoden begründet sich in äußeren Limitationen bzw. „analytical la-

ziness⁹⁹⁷ (z.B. fehlende Kenntnisse, fehlende Ressourcen, zu hohe Kosten, zu hoher Zeitaufwand)

- **Hypothese V.2:** Ein begrenzter Einsatz mathematisch/ statistischer Methoden begründet sich in technischen/ inhaltlichen Limitationen (z.B. Vergangenheitsbezug, begrenzter Mehrwert für Entscheidungsqualität, fehlende Datenverfügbarkeit)
- **Hypothese V.3:** Ein verstärkter Einsatz quantitativer Methoden bei Private Equity Transaktionen wird mehrheitlich nicht befürwortet

VI. **Fragestellung VI:** Worin werden die wesentlichen Erfolgsfaktoren für die Arbeit im Private Equity gesehen

- **Hypothese VI.1:** Mehrheitlich werden weiche Erfolgsfaktoren, z.B. Dealerfahrung, Netzwerk, als Erfolgstreiber für die Arbeit im Private Equity gesehen
- **Hypothese VI.2:** Bedeutende quantitative methodische Erfolgsfaktoren beschränken sich auf betriebswirtschaftliche Themen, z.B. Finanzierung, Unternehmensbewertung, Rechnungslegung
- **Hypothese VI.3:** Mathematisch/ statistischen Kenntnissen wird für die erfolgreiche Arbeit im Private Equity mehrheitlich eine untergeordnete Rolle beigemessen

VII. **Fragestellung VII:** Welche Gewichtung haben quantitative Methoden und ‚weiche‘ Faktoren (z.B. Erfahrung, Expertenwissen, etc.) bei der Entscheidung über den Erwerb einer Beteiligung

- **Hypothese VII.1:** Quantitative Methoden haben bei der Investitionsentscheidung eine geringere Gewichtung als ‚weiche‘ Faktoren (z.B. Erfahrung, Expertenwissen, etc.)
- **Hypothese VII.2:** Bei der Investitionsentscheidung stehen nicht quantitativ greifbare Faktoren im Vordergrund

⁹⁹⁷ Nähere Ausführungen zu ‚analytical laziness‘ finden sich in Abschnitt 4.2.2.

Untersuchung von Variablenzusammenhängen

VIII. **Fragestellung VIII:** Wodurch werden die Gewichtungen von quantitativen und Methoden ‚weichen‘ Faktoren bei der Investitionsentscheidung beeinflusst bzw. verursacht⁹⁹⁸

- **Hypothese VIII.1:** Die Gewichtung von quantitativen Methoden bei der Investitionsentscheidung hängt positiv ab von
 - a. Bedeutung, die quantitativen Methoden beigemessen wird
 - b. Häufigkeit des Einsatzes von statistischen Methoden
 - c. Häufigkeit des Einsatzes von Bewertungsverfahren
 - d. Bedeutung, die PE-relevanten technischen Kenntnissen (Finanzierung, Unternehmensbewertung, Rechnungslegung, VWL, Microsoft Office Paket) beigemessen wird

- **Hypothese VIII.2:** Die Gewichtung von quantitativen Methoden bei der Investitionsentscheidung hängt negativ ab von
 - a. Persönlicher Erfahrung (Berufsjahre insgesamt, Berufsjahre im Private Equity, Seniorität/ Position, Anzahl durchgeführter Due Diligences)
 - b. Bedeutung, die nicht quantitativen Faktoren bei der Investitionsentscheidung beigemessen wird
 - c. Betonung von äußeren Limitationen für den Einsatz statistischer Methoden/ ‚analytical laziness‘ (z.B. fehlende Kenntnisse, fehlende Ressourcen, Kosten- und Zeitaufwand)
 - d. Geäußerter Ablehnung eines verstärkten Einsatzes quantitativer Methoden

⁹⁹⁸ Die Untersuchung stellt hierbei auf die Gewichtung quantitativer Faktoren ab, da die Gewichtung der ‚weichen‘ Faktoren lediglich die Umkehrung darstellt und die Ergebnisse gespiegelt werden können.

Zugehörige Nebenhypothesen:

- **Hypothese VIII.3:** Die Bedeutung PE-relevanter technischer Kenntnisse (Finanzierung, Unternehmensbewertung, Rechnungslegung, VWL, Microsoft Office Paket) hängt negativ von der persönlichen Erfahrung (Berufsjahre insgesamt, Berufsjahre im Private Equity, Seniorität/ Position, Anzahl durchgeführter Due Diligences) ab
- **Hypothese VIII.4:** Die Bedeutung, die quantitativen Methoden beigemessen wird, hängt negativ von der persönlichen Erfahrung ab (Berufsjahre insgesamt, Berufsjahre im Private Equity, Seniorität/ Position, Anzahl durchgeführter Due Diligences)
- **Hypothese VIII.5:** Die Bedeutung, die nicht quantitativen Faktoren beigemessen wird, hängt positiv von der persönlichen Erfahrung ab (Berufsjahre insgesamt, Berufsjahre im Private Equity, Seniorität/ Position, Anzahl durchgeführter Due Diligences)
- **Hypothese VIII.6:** Der Einsatz mathematisch/ statistischer Methoden hängt positiv vom Einsatz von Bewertungsverfahren ab
- **Hypothese VIII.7:** Die Ablehnung eines verstärkten Einsatzes quantitativer Methoden hängt positiv von der Betonung äußerer Limitationen für den Einsatz statistischer Methoden (z.B. fehlende Kenntnisse, fehlende Ressourcen, Kosten- und Zeitaufwand) ab

IX. **Fragestellung IX:** Gibt es einen Zusammenhang zwischen quantitativer Arbeit, deren Bedeutung und dem wirtschaftlichen Erfolg einer Private Equity Gesellschaft (relative Fund Performance)

- **Hypothese IX.1:** Es besteht ein positiver Zusammenhang zwischen folgenden Faktoren und dem Erfolg einer Private Equity Gesellschaft (relative Fund Performance)⁹⁹⁹ und:
 - a. Bedeutung, die quantitativen Methoden beigemessen wird
 - b. Häufigkeit des Einsatzes von statistischen Methoden

⁹⁹⁹ Die relative Fund Performance einer Private Equity Gesellschaft wurde anhand des gewichteten durchschnittlichen Quartils über die Fonds der jeweiligen Private Equity Gesellschaft gemessen. Eine nähere Ausführung dazu findet sich in Abschnitt 5.3.2.

- c. Häufigkeit des Einsatzes von Bewertungsverfahren
 - d. Bedeutung, die PE-relevanten technischen Kenntnissen (Finanzierung, Unternehmensbewertung, Rechnungslegung, VWL, Microsoft Office Paket) beigemessen wird
 - e. Bedeutung, die nicht quantitativen Faktoren bei der Investitionsentscheidung beigemessen wird
 - f. Gewicht quantitativer Methoden bei der Investitionsentscheidung
- **Hypothese IX.2:** Es besteht ein negativer Zusammenhang zwischen folgenden Faktoren und dem Erfolg einer Private Equity Gesellschaft:
 - a. Betonung von äußeren Limitationen für den Einsatz statistischer Methoden/ ‚analytical laziness‘ (z.B. fehlende Kenntnisse, fehlende Ressourcen, Kosten- und Zeitaufwand)
 - b. Geäußerte Ablehnung eines verstärkten Einsatzes quantitativer Methoden

Einige Fragestellungen des Fragebogens sind nicht explizit auf die Hypothesen hin ausgerichtet. Sie dienen jedoch als ergänzende Begleitinformation für eine ganzheitliche Betrachtung des hier untersuchten Themengebiets.

5.3 Zugrundeliegende Daten: Datenerhebung und verwendete Datenquellen

Um die aufgeführten Fragestellungen und die dazugehörigen aufgeführten Hypothesen untersuchen zu können, wurde in dieser Arbeit zur Erhebung der Daten auf verschiedene Quellen zurückgegriffen. Die durchgeführte Online-Befragung von Private Equity-Experten ist dabei die zentrale Datengrundlage. Die Befragung wurde mit zugekauften Daten zu Private Gesellschaften bzw. deren Fonds ergänzt. Der gesamte Ablauf der Untersuchung wurde von Hintergrundinterviews mit ausgewählten und verfügbaren Private Equity Experten aus der Praxis begleitet. Diese Interviews dien-

ten neben der Diskussion der Hypothesen und der Klärung inhaltlicher Rückfragen vor allem der der Erstellung und Überprüfung des Fragebogens.

5.3.1 Online-Befragung von Private Equity Experten

Die Online-Befragung von Private Equity Experten als zentrale Datengrundlage der vorliegenden Untersuchung erstreckte sich inklusive der Vorbereitungszeit über einen Zeitraum von ungefähr zehn Monaten. Beginnend mit einem inhaltlichen Entwurf des Fragebogens sowie dessen anschließender Umsetzung in einem Online-Befragungsprogramm wurde dieser parallel mit verschiedenen Personen aus Wissenschaft und Praxis im Rahmen von Vorbesprechungen diskutiert und verfeinert. Schließlich erfolgte ein erster Pre-Test mit einer kleinen Gruppe von Teilnehmern, bevor der Fragebogen offiziell an eine breite Basis potentieller Befragungsteilnehmer versendet wurde. Nähere Ausführungen zum zeitlichen Ablauf von Erstellung und Durchführung der Online-Befragung in Abbildung 14 finden sich in den folgenden Unterabschnitten.

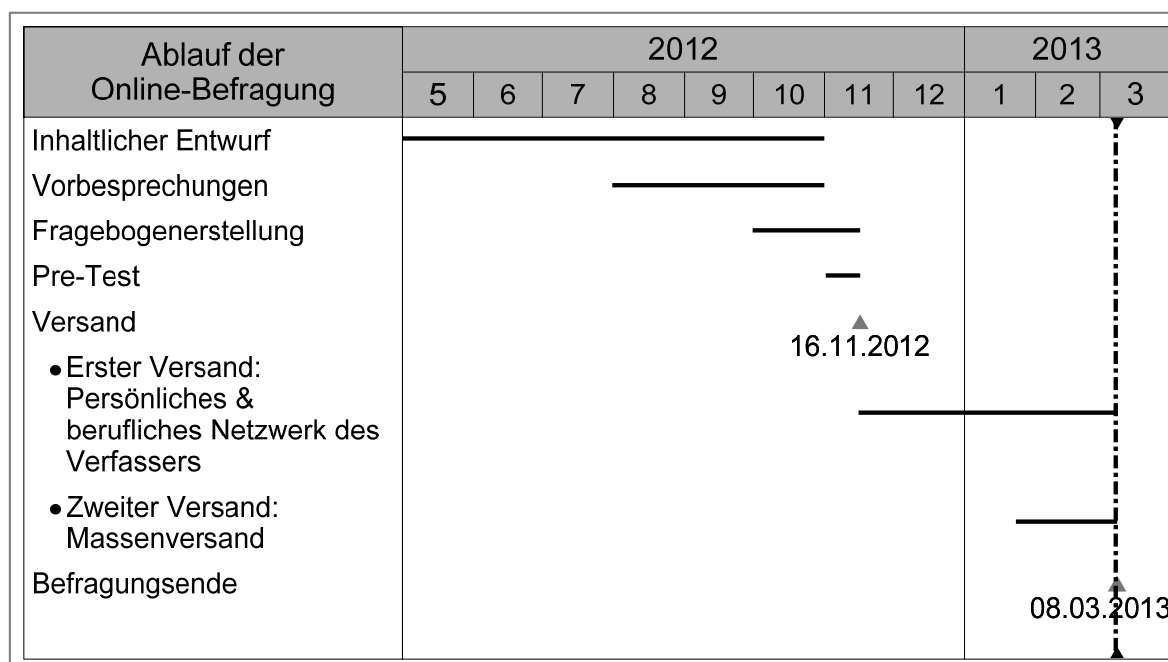


Abbildung 14: Vollständiger zeitlicher Ablauf von Erstellung und Durchführung der Online-Befragung.¹⁰⁰⁰

¹⁰⁰⁰ Eigene Darstellung.

5.3.1.1 Adressaten der Befragung und Grundgesamtheit

Die Adressaten der Befragung sind ‚Private Equity Experten‘ aus der Praxis. Die teilnehmenden Personen sollen in ihrem Arbeitsalltag sowohl quantitativ als auch qualitativ arbeiten. Konkret ist in dieser Arbeit damit der folgende Personenkreis gemeint:

- Mitarbeiter von Private Equity Gesellschaften (Venture Capital und Buyout)
- Mitarbeiter von Investmentbanken, die an Private Equity Transaktionen beteiligt sind
- Mitarbeiter von Unternehmensberatungen, die an Private Equity Transaktionen beteiligt sind

Im folgenden werden die im Zuge der Umfrage adressierten Unternehmen und Personen näher beschrieben.

5.3.1.1.1 Adressierte Unternehmen

Private Equity Gesellschaften (Venture Capital und Buyout) stehen im Zentrum der durchgeführten Befragung. Dennoch wird ein gewisser Teil der für die Investition relevanten quantitativen und qualitativen Entscheidungsgrundlage durch deren Berater in Investmentbanken und Unternehmensberatungen erarbeitet, weshalb auch deren Teilnahme zu einem ganzheitlicheren Verständnis über die behandelten Fragestellungen führt. Die Teilnehmer wurden zur Erfassung der Art des Unternehmens gebeten, eine der folgenden Optionen anzukreuzen:

- Private Equity Gesellschaft (Venture Capital)
- Private Equity Gesellschaft (Buyout)
- Private Equity Gesellschaft (Venture Capital & Buyout)
- Investmentbank/ Unternehmensberatung/ Sonstige

Bei den adressierten Unternehmen wurden alle Größenklassen der Unternehmen berücksichtigt. Als übergreifendes Maß über die verschiedenen Unternehmensarten hinweg wurde die weltweite Mitarbeiterzahl herangezogen und in fünf Kategorien eingeteilt:

- Weniger als zehn Mitarbeiter
- Elf bis 100 Mitarbeiter
- 101 bis 500 Mitarbeiter
- 501 bis 1000 Mitarbeiter
- Mehr als 1000 Mitarbeiter.

Für die Größe von Private Equity Unternehmen ist aufgrund verhältnismäßig kleiner Teams im Vergleich zu den übrigen Unternehmensarten weniger die Mitarbeiterzahl als vielmehr das verwaltete Kapital als Klassifizierungsgröße heranzuziehen. Deshalb wurden Teilnehmer aus diesen Gesellschaften nach der Größe ‚Assets/ Capital under Management‘ in folgender Kategorisierung gefragt:

- Weniger als EUR 50 Mio.
- EUR 50 Mio. bis EUR 500 Mio.
- EUR 500 Mio. bis EUR 1 Mrd.
- EUR 1 Mrd. bis EUR 10 Mrd.
- Mehr als EUR 10 Mrd.

Die gewählten Größenklassen wurden im Rahmen von Hintergrundinterviews mit Unternehmensvertretern abgestimmt, damit soll eine in der Praxis zutreffende Unterscheidung zwischen ‚kleinen‘ und ‚großen‘ Unternehmen innerhalb der jeweiligen Unternehmensart sichergestellt sein.

5.3.1.1.2 Adressierte Personen

Was die Berufserfahrung bzw. die Position der Teilnehmer betrifft, so wurden alle Erfahrungshorizonte bzw. Hierarchiestufen in den Unternehmen adressiert, auch

wenn der Hauptfokus bei Personen mit umfangreicherer Berufserfahrung lag. Während weniger erfahrene Mitarbeiter auf Analystenebene vor allem den quantitativen Teil der Entscheidungsgrundlage unter Anleitung der erfahreneren Projektleiter und (Investment-)Manager erarbeiten, wird die finale Investitionsentscheidung unter Berücksichtigung von quantitativen und qualitativen Elementen durch die projektverantwortlichen (Investment-)Manager und vor allem durch die Partner getroffen. Diese Dreiteilung der Hierarchiestufen wurde z.B. auch von Shepherd et al. (2003) vorgenommen.¹⁰⁰¹ Die Befragungsteilnehmer wurden gebeten, sowohl ihre Berufserfahrung als auch ihre gegenwärtige Position im Unternehmen anzugeben. Die Berufserfahrung wurde jeweils in Jahren für die gesamte Berufserfahrung und für die Berufserfahrung im Private Equity per Eintrag in ein Freitextfeld abgefragt. Als weiteres Maß für die relevante Erfahrung der Befragungsteilnehmer wurde die Anzahl bisher begleiteter Due Diligences abgefragt, welche in fünf verschiedenen Kategorien angekreuzt werden konnte. Die Anzahl der Due Diligences stellt im Vergleich zu der Anzahl bisher begleiteter Transaktionen ein zuverlässigeres Maß dar, weil bei abgebrochenen Transaktionen in vielen Fällen bereits eine Due Diligence durchgeführt wird bzw. wurde und somit den Erfahrungsschatz der Person auf dem untersuchten Gebiet genauso erweitert. Stellt man auf die Anzahl an Transaktionen ab, würde dies eine Verzerrung der relevanten Erfahrung mit sich bringen.¹⁰⁰² Diese Daten zum Erfahrungshintergrund der Teilnehmer wurden wie folgt erfasst:

- Berufserfahrung in Jahren insgesamt und im Private Equity (Eingabefeld)
- Derzeitige Position (vier Optionen zum Ankreuzen):
 - Analyst/ Associate
 - Projektleiter/ (Investment-)Manager
 - Vice President/ Partner/ Managing Director
 - Sonstige

¹⁰⁰¹ Vgl. Shepherd et al. (2003), S. 388.

¹⁰⁰² So hat z.B. einer der Interviewpartner aus einer Unternehmensberatung über den Zeitraum eines Jahres an diversen Due Diligence Gutachten mitgewirkt und entsprechende Erfahrungen gesammelt, ohne dass es am Ende zum Abschluss der Transaktion gekommen ist.

- Anzahl bisher begleiteter Due Diligences:
 - Keine (keine Erfahrung)
 - Eins bis zehn (geringe Erfahrung)
 - Elf bis 50 (mittlere Erfahrung)
 - 51 bis 100 (hohe Erfahrung)
 - Mehr als 100 (sehr hohe Erfahrung)

Nachdem die hierarchische Mitarbeiterstruktur in Private Equity Unternehmen, Investmentbanken und Unternehmensberatungen gut vergleichbar ist, lässt sich die getroffene Grobeinteilung in ‚Arbeitsebene‘ (Analyst/ Associate), ‚Projektverantwortung‘ (Projektleiter/ (Investment-)Manager) und ‚Unternehmensführung‘ (Vice President/ Partner/ Managing Director) übergreifend anwenden. Bei der derzeitigen Position wurden die Teilnehmer explizit darauf hingewiesen, unter Umständen das ihrem Rang entsprechende Äquivalent anzukreuzen, da die Positionsbezeichnungen im Detail voneinander abweichen können.

Die Private Equity Branche agiert sehr international, weshalb die durchgeführte Umfrage weltweit stattgefunden hat. Um die regionale Struktur der Stichprobe erfassen zu können, wurden die Befragungsteilnehmer gebeten, ihren derzeitigen Arbeitsstandort (Land) in ein Freitextfeld einzugeben.

5.3.1.2 Erstellung des Fragebogens: Struktur und Variablenmessung

Ein Fragebogen dient der Erhebung von Daten mit Hilfe von verschiedenen Fragen, durch deren Beantwortung Informationen über einen zu untersuchenden Sachverhalt gesammelt werden können.¹⁰⁰³ Bei der Erstellung des Fragebogens bzw. der Formulierung der Fragen sind folgende Kriterien zu beachten:¹⁰⁰⁴ Klarheit, Verständlichkeit, Neutralität, Eindeutigkeit der Fragestellungen und Fragebogaufbau. Bezüglich der Klarheit und Verständlichkeit wurde besonderen Wert darauf gelegt, dass die Fragen

¹⁰⁰³ Vgl. Stier (1996), S. 181; vgl. Berens und Strauch (2002), S. 35.

¹⁰⁰⁴ Vgl. Kirschhofer-Bozenhardt und Kaplitza (1975), S. 97 ff.; vgl. Berens und Strauch (2002), S. 35.

möglichst kurz und prägnant formuliert wurden und dass die verwendeten Fachbegriffe dem alltäglichen Sprachgebrauch von Private Equity Experten entsprechen. Ebenso wurde darauf geachtet, dass die Fragen keine Antworten oder Meinungen suggerieren und somit dem Anspruch an Neutralität gerecht werden. Die Eindeutigkeit der formulierten Fragen wurde in Vorbesprechungen und im Zuge des Pre-Tests geprüft (siehe Abschnitt 5.3.1.3). Schließlich waren die Fragen inhaltlich in zusammengehörige Themenblöcke gruppiert, die logisch aufeinander aufbauten. Beginnend mit allgemeinen Angaben zum Unternehmen und zur beruflichen Erfahrung der Teilnehmer folgten Fragen zu Due Diligence im Private Equity und schließlich zu Einsatz und Rolle quantitativer und qualitativer Methoden bei Private Equity Transaktionen. Eine Darstellung über den Fragebogaufbau findet sich in Abbildung 15. Auf diesem Weg wurden die Teilnehmer in Anlehnung an die von Berens und Strauch (2002) genannten Kriterien zur Fragebogenstruktur¹⁰⁰⁵ an die Befragung herangeführt und schrittweise durch die verschiedenen Untersuchungsgebiete der Befragung geleitet und es wurden ihnen keine unnötigen thematischen Wechsel zugemutet.

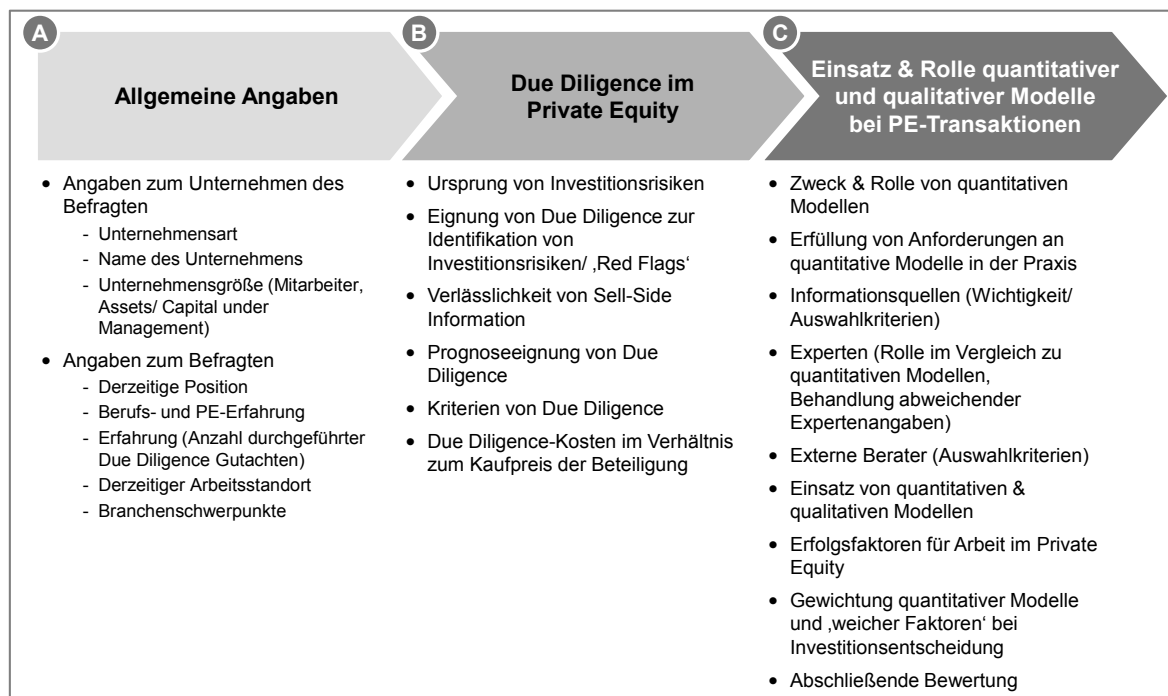


Abbildung 15: Struktur des Online-Fragebogens (vereinfacht).¹⁰⁰⁶

¹⁰⁰⁵ Vgl. Berens und Strauch (2002), S. 35.

¹⁰⁰⁶ Eigene Darstellung.

Der Fragebogen wurde als Vorlage für die Vorbesprechungen zunächst in schriftlicher Form erstellt und anschließend in eine Online-Befragungssoftware übertragen, in welcher alle vorgesehenen Fragen entsprechend umgesetzt werden konnten.

Die Variablen wurden weitestgehend in einer Skala von eins bis fünf gemessen, deren Ausprägung je nach Frage folgende Aussagen eingenommen haben:

Art der Skalierung	Beispiel	Skalierung
Größen-/ Höhenangaben	Höhe von Risiken bei der Investitionsentscheidung	1 = Niedrig 2 = Eher niedrig 3 = Mittel 4 = Eher hoch 5 = Hoch
Güte-/ Eignungsbewertung	Wie gut kann eine Due Diligence Transparenz über Risiken herstellen?	1 = Schlecht 2 = Eher schlecht 3 = Teilweise 4 = Eher gut 5 = Gut
Häufigkeitsangaben ohne Extremwert ¹⁰⁰⁷	Identifikation von ‚Red Flags‘ bei der Investitionsentscheidung	1 = Sehr selten 2 = Eher selten 3 = Gelegentlich 4 = Eher häufig 5 = Sehr häufig
Häufigkeitsangaben mit Extremwert	Einsatz von Unternehmensbewertungsverfahren	1 = Nie 2 = Eher selten 3 = Gelegentlich 4 = Eher häufig 5 = Immer
Angaben zu Wichtigkeit	Kriterien für Due Diligence Gutachten	1 = Unwichtig 2 = Eher unwichtig 3 = Teilweise wichtig 4 = Eher wichtig 5 = Sehr wichtig
Einschätzungen	Verschiedene Rollen von quantitativen Modellen	1 = Trifft gar nicht zu 2 = Trifft eher nicht zu 3 = Trifft teilweise zu 4 = Trifft eher zu 5 = Trifft voll zu
Zustimmung	Vorformulierte Aussagen	1 = Stimme nicht zu 2 = Stimme eher nicht zu 3 = Stimme teilweise zu 4 = Stimme eher zu 5 = Stimme voll zu

Tabelle 6: Verwendete Ordinalskalierungen in der Online-Befragung.

¹⁰⁰⁷ Diese wurde bei Fragen verwendet, bei denen die Angaben ‚nie‘ bzw. ‚immer‘ grundsätzlich nicht anwendbar sind.

Nur für die hierarchische Position wurde eine Skalierung auf drei Stufen gewählt. Vereinzelt erforderten die Fragen die Eingabe eines Wertes (z.B. Angabe der Berufserfahrung in Jahren oder Kosten der Due Diligence in Prozent des Beteiligungswerts, Gewichtung quantitativer Modelle bei der Investitionsentscheidung) und einige Fragen wurden mit Kommentarfeldern ergänzt. Die Umsetzung der Variablenmessung kann anhand des Fragebogens in Anhang 1 nachvollzogen werden.

Für die in den späteren Abschnitten beleuchteten Analysen (Varianzanalyse, Hauptkomponentenanalyse und Strukturgleichungsmodellierung) sind grundsätzlich metrisch skalierte Variablen erforderlich. Die verwendete ordinale Variablenskalierung wird als ‚quasi-metrisch‘ behandelt.

5.3.1.3 Vorbereitungen und Pre-Test des Fragebogens

Vor der Verteilung des Fragebogens wurde dessen Entwurf zehn Personen aus Wissenschaft und Praxis im Rahmen von vertiefenden Vorbereitungen vorgelegt, um die Erfüllung der in Abschnitt 5.3.1.2 genannten Kriterien sicherzustellen, insbesondere den inhaltlichen Aufbau sowie die Vollständigkeit und Verständlichkeit der Fragen und Begriffe in beiden Sprachen (Deutsch und Englisch). Im Durchschnitt dauerten die Vorbereitungen jeweils ca. eine Stunde.

Weitere sechs Personen aus der Beratungs- bzw. Private Equity Praxis erklärten sich bereit, den Fragebogen als simulierte Teilnehmer vorab zu testen. Dabei haben jeweils drei Personen die deutsche bzw. die englische Variante des Fragebogens bearbeitet. Durch diesen Pre-Test wurde eine technisch einwandfreie Funktionsweise des Online-Fragebogens gewährleistet und es konnten letzte Anpassungen an Formulierungen sowie Rechtschreibung durchgeführt werden. Zusätzlich stellte sich die angesetzte Bearbeitungsdauer von ca. 20 Minuten bei ‚konzentrierter‘ Bearbeitung als realistisch heraus. Die im Rahmen der Vorbereitung und des Pre-Tests erhaltenen Anmerkungen enthielten wertvolle Ergänzungen und Korrekturen am ursprünglichen Entwurf des Fragebogens.

5.3.1.4 Verteilung des Online-Fragebogens

Der Versand der Anfrage für die Befragung an potentielle Teilnehmer erfolgte mittels eines sowohl in Deutsch als auch Englisch verfassten elektronischen Anschreibens, in welchem der Link zum Fragebogen enthalten war.¹⁰⁰⁸ Das Anschreiben wurde unter dem Briefkopf der Lehrereinheit für Statistik der Universität Passau verfasst, und mit den eingescannten handschriftlichen Unterschriften von Prof. Dr. Gertrud Moosmüller und des Verfassers dieser Arbeit signiert. Den Teilnehmern wurde eine streng vertrauliche Behandlung der erhaltenen Angaben und eine mit Hinblick auf Person und Unternehmen anonyme Datenverarbeitung bzw. Darstellung der Ergebnisse zugesichert. Damit sollte der Wahrscheinlichkeit einer Teilnahmeablehnung aufgrund von Vertraulichkeitsbedenken entgegengewirkt werden.

Um geeignete potentielle Teilnehmer in den Zielunternehmen anzusprechen, wurde das Anschreiben auf zwei Wegen und in zwei Phasen versendet:

Der erste E-Mail Versand wurde am 16. November 2012 durchgeführt. Das Anschreiben enthielt einen ‚offenen‘ Link zum Fragebogen, sodass die Nachricht von Person zu Person weitergeleitet werden konnte. Um die Partizipationsbereitschaft zu erhöhen, wurde den teilnehmenden Personen als Anreiz die kostenlose Zusendung einer Flasche Sekt sowie die elektronische Zusendung einer Ergebniszusammenfassung optional angeboten. Diese erste Verteilung der Anfrage wurde über folgende Kanäle initiiert:

1. Berufliches Umfeld des Verfassers in Unternehmensberatungen, Investmentbanken, Private Equity Unternehmen und an anderen Universitäten
2. Persönliches Umfeld des Verfassers (Freunde, ehemalige Studienkolleginnen und –kollegen sowie Bekannte in den relevanten Zielunternehmen)

Ziel dieses ersten Distributionsweges des Fragebogens war die Gewinnung von Teilnehmern aus allen avisierten Unternehmensarten.

¹⁰⁰⁸ Das Anschreiben für die Befragungsteilnehmer findet sich in Anhang 1.

Der zweite E-Mail Versand richtete sich ausschließlich an Private Equity Gesellschaften (Venture Capital und Buyout). Hierfür wurde ein Zugang zu der ‚Fund Manager Profile Database‘ von Preqin käuflich erworben, in welchem weltweit ca. 30.000 Kontakteinträge von Vertretern aus ca. 6.000 Private Equity Gesellschaften aufgeführt sind.¹⁰⁰⁹ Wegen der hohen Anzahl an Befragungen und der beruflich bedingten hohen zeitlichen Auslastung der Zielpersonen –insbesondere der Führungskräfte- ist bei Befragungen im Private Equity grundsätzlich von einer niedrigen Teilnahmebereitschaft auszugehen. Um eine für statistische Auswertungen ausreichend umfangreiche sowie repräsentative Stichprobe zu erhalten, wurden alle in der ‚Fund Manager Profile Database‘ angegebenen Kontakte für die Befragung angeschrieben. Der Umfang des Datensatzes sowie die Angaben des Anbieters Preqin¹⁰¹⁰ lassen den Schluss einer sehr guten Marktabdeckung zu. Bei diesem Versand wurde den Teilnehmern die Flasche Sekt aus Kostengründen nicht angeboten, dafür weiterhin die elektronische Zusendung der Untersuchungsergebnisse. Der Versand wurde weltweit nach Regionen aufgeteilt und zeitlich so terminiert, dass die Empfänger die Anfrage am Donnerstag, den 24. Januar 2013, im Laufe des Vormittags erhalten haben. Damit die Anfrage zur Teilnahme an der Online-Befragung eine möglichst hohe und lange Aufmerksamkeit durch die teilnahmebereiten Zielpersonen erhält, erfolgte die Wahl des Versandtermins vor dem Hintergrund folgender Überlegungen:

- Die angeschriebenen Personen sollten erwartungsgemäß mindestens eine Woche aus dem ‚üblichen‘ Urlaub über Weihnachten und Silvester in den Dienst zurückgekehrt sein
- Die Arbeitswoche sollte ausreichend fortgeschritten sein und das Wochenende nahe liegen, jedoch nicht unmittelbar bevorstehen
- Die über Nacht eingegangenen E-Mails sollten zum Zeitpunkt des Empfangs bereits gesichtet worden sein, gleichzeitig sollte der Arbeitstag noch ausreichend zeitlichen Spielraum für die Annahme zusätzlicher Anfragen bieten

Die Teilnehmer der Befragung wurden gebeten, den Fragebogen bis zum 08. März 2013 zu bearbeiten. Damit betrug die Bearbeitungszeit für den ersten Versand

¹⁰⁰⁹ Nach Abzug der nicht mehr aktuellen bzw. korrekten Datensätze wurden ca. 25.000 Adressaten erreicht.

¹⁰¹⁰ Für nähere Angaben zum Anbieter sei auf dessen Internetpräsenz unter www.preqin.com verwiesen (Zugriff am 06. Juni 2015).

knapp drei Monate und für die Adressaten des zweiten Versands sechs Wochen. Auf erneute Erinnerungen der angeschriebenen Personen bzw. wiederholte Nachfragen wurde vor dem Hintergrund der erhaltenen Rückläufe (siehe Abschnitt 5.3.1.5) und der zuvor erwähnten Häufigkeit externer Anfragen in der Branche bewusst verzichtet.

5.3.1.5 Rücklaufquote der Online-Befragung

Auf dem ersten Versandweg konnten weltweit 83 Rückläufe aus allen international führenden Strategieberatungen, einigen Investmentbanken und diversen Private Equity Gesellschaften gewonnen werden. Die angebotene Flasche Sekt wurde von 56 Personen angenommen, 63 Teilnehmer wünschten die elektronische Zusendung der Untersuchungsergebnisse. Der zweite Versand führte zu weltweit 297 Rückläufen, von denen 253 Teilnehmer ihr Interesse an den Untersuchungsergebnissen angegeben haben. Insgesamt wünschen 316 Befragungsteilnehmer der 380 bzw. 83 Prozent die elektronische Zusendung der Untersuchungsergebnisse. Abbildung 16 zeigt die zeitliche Verteilung der erhaltenen Datensätze. Während der viral verbreitete erste Versand der Anfrage verhältnismäßig konstante Rückläufe mit sich brachte, zeigt der zweite Versand am ersten Tag mit 160 Rückläufen eine deutliche Spitze, welcher erwartungsgemäß eine kleinere Spitze am unmittelbaren Wochenende nach dem Versand folgte.¹⁰¹¹ Wenngleich der Zeitpunkt zur Schließung der Befragung am 08. März vorgesehen war, konnte ein Teilnehmer noch nachträglich am 18. März einen letzten Datensatz einreichen. Die zeitliche Verteilung der Rückläufe macht deutlich, dass eine Untersuchung des Non-Response-Bias an dieser Stelle nicht sinnvoll erscheint. Hinzu kommt der Umstand, dass die Stichprobenstruktur aus dem ersten und dem zweiten Versand sich stark voneinander unterscheiden, da der zweite Versand ausschließlich an Private Equity Unternehmen gerichtet war und der erste Versand Unternehmensberatungen und Investmentbanken inkludierte.

¹⁰¹¹ Dieser Verlauf deckt sich augenscheinlich mit der in 5.3.1.4 erwähnten beabsichtigten Optimierung des Versandzeitpunkts.

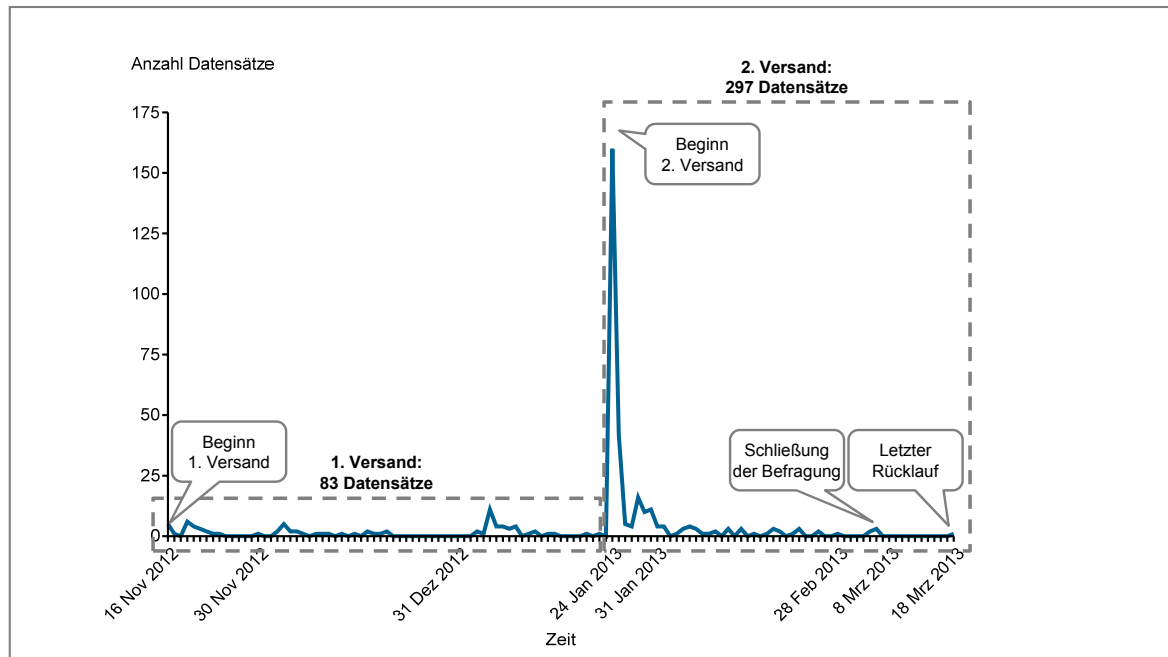


Abbildung 16: Zeitliche Verteilung der erhaltenen 380 Datensätze.¹⁰¹²

5.3.1.6 Fehlende Daten, Datenfehler und ausgeschlossene Datensätze

Der Fragebogen wurde derart programmiert, dass die Teilnehmer auf fehlende Antworten hingewiesen wurden. Um die Abbruchquote möglichst gering zu halten, bestand jedoch kein Antwortzwang. An den Stellen, wo die Möglichkeit bestand, dass ein Teilnehmer keine Meinung äußern kann, wurde neben den Antwortmöglichkeiten die Option ‚keine Angabe möglich‘ angeboten. Die 380 erhaltenen Datensätze weisen insgesamt einen hohen Grad an Vollständigkeit auf, wurden jedoch nicht von allen Teilnehmern vollständig bearbeitet bzw. die Teilnehmer konnten nicht zu allen Fragestellungen eine Angabe machen.¹⁰¹³ Für die vorliegende Auswertung werden nur diejenigen Datensätze berücksichtigt, die mindestens 70 Prozent der gesuchten Werte vorweisen können. Dies trifft auf 369 bzw. 97 Prozent der Datensätze zu. Elf Datensätze werden aus der weiteren Betrachtung exkludiert (siehe Abbildung 17).

¹⁰¹² Eigene Darstellung.

¹⁰¹³ So haben z.B. Unternehmensberater nur einen begrenzten Einblick in die Verwendung von Bewertungsmethoden und Modellierungen durch die Private Equity Funds selbst.

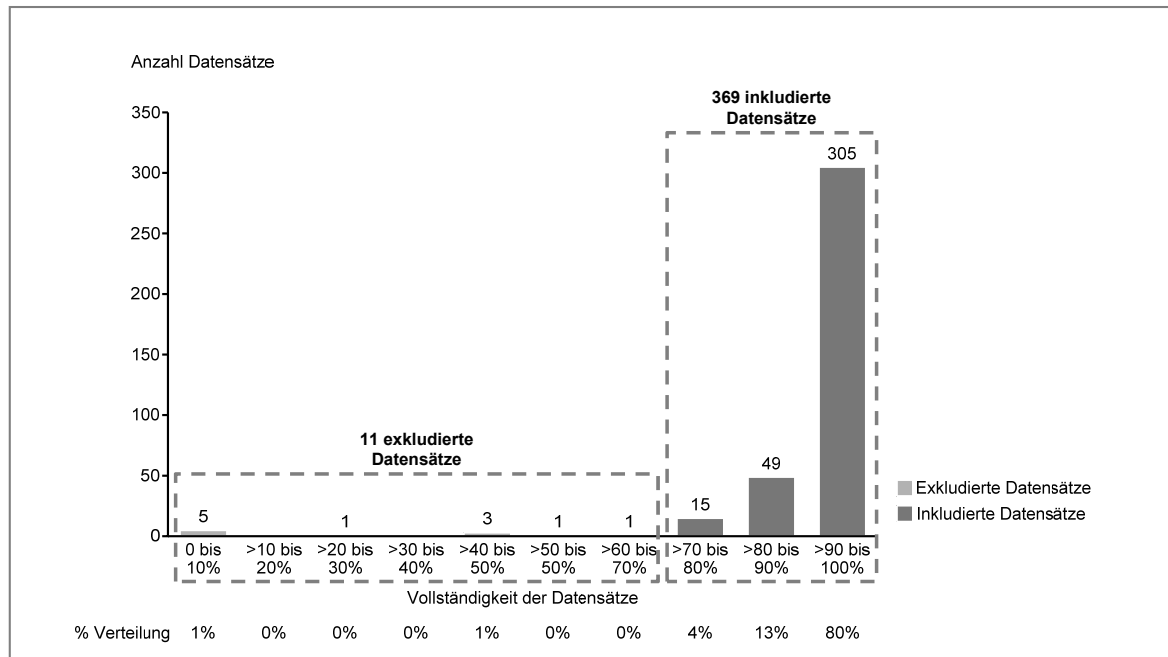


Abbildung 17: Vollständigkeit der Datensätze, aus der Auswertung exkludierte und in die Auswertung inkludierte Datensätze.¹⁰¹⁴

Weiterhin sahen einige Fragen die Eingabe von Werten seitens der Teilnehmer in ein Freitextfeld vor, was zu möglichen Tippfehlern bzw. Uneinheitlichkeit führen konnte. Vor einer Auswertung der Datensätze mussten diese deshalb noch einmal überprüft und teilweise zur überarbeitet werden. Dabei wurden die folgenden Korrekturen bzw. Ergänzungen durchgeführt:

- Korrektur und Vereinheitlichung der Unternehmensnamen, wobei eine Übereinstimmung mit den Unternehmensnamen in der Datenbank ‚Performance Analyst‘ von Preqin hergestellt wurde, damit die zu ergänzenden Performance-Werte eindeutig zugeordnet werden können
- Korrektur und Vereinheitlichung der Ländernamen sowie Ergänzung der geographischen Region zu den Ländernamen
- Überprüfung der Unternehmensart, insbesondere Vereinheitlichung bei unterschiedlichen Angaben für denselben Unternehmensnamen
- Berechnung von fehlenden Einzeleinträgen bei Fragen, deren Antworten sich insgesamt zu eins bzw. 100 Prozent addieren lassen (Saldogrößen) - wenn hier zwei Einträge fehlten, dann wurde vereinfachend eine Gleichverteilung

¹⁰¹⁴ Eigene Darstellung.

der fehlenden Einträge angenommen sofern der Restbetrag zu 100 Prozent kleiner/ gleich 10 Prozent ausmacht (z.B. Verteilung einer Lücke von 10 Prozent auf die fehlenden Einträge mit jeweils 5 Prozent)

- Bei Fragen, deren einzelne Antworten sich zu 100 Prozent addieren sollten, wurde bei fehlerhaften Summen (z.B. $40 + 60 + 20 = 120$) unter Wahrung der angegebenen Verhältnisse eine entsprechende Neuskalierung auf 100 Prozent durchgeführt (in diesem Beispiel also $40/120 = 1/3$, $60/120 = 1/2$ und $20/120 = 1/6$)
- Harmonisierung unterschiedlich eingetragener Einheiten bzw. Zahlenformate (z.B. 60, 60% und 0,6)
- Due Diligence Kosten: Wurde ein Minimum-Wert und ein Maximum-Wert angegeben, jedoch kein Durchschnittswert, so ist dieser unter der vereinfachenden Annahme einer Gleichverteilung als Durchschnitt von Minimum und Maximum errechnet worden

5.3.2 Weitere hinzugekaufte Daten

Neben den Daten zum Kontaktieren möglicher Befragungsteilnehmer wurden Performance-Daten von Private Equity Fonds zugekauft.¹⁰¹⁵ Dies erfolgte im Rahmen eines zeitlich begrenzten Zugangs zur Datenbank ‚Performance Analyst‘ von Preqin.¹⁰¹⁶ Dieser Datensatz enthält folgende Informationen:

- Namen der Private Equity Gesellschaft
- Sitz der Private Equity Gesellschaft
- Details zu den jeweiligen Fonds:
 - Jahrgang (z.B. 2007)
 - Status (z.B. laufende Kapitalerhebung, geschlossen, liquidiert)¹⁰¹⁷
 - Fondsvolumen (in Mio. USD/ Mio. EUR)

¹⁰¹⁵ Performance-Daten zu einzelnen Private Equity Fonds sind generell schwer zu erhalten (vgl. Kaplan und Schoar (2005), S. 1793.

¹⁰¹⁶ Der Datensatz wurde zum 18. April 2013 vollständig heruntergeladen.

¹⁰¹⁷ Geschlossene Fonds haben mehrere Stufen (1, 2, 3...), z.B. wenn die Kapitalerhebung in mehreren Schritten erfolgt. Ein liquidiertes Fonds ist an die Investoren wieder ausbezahlt.

- Art des Fonds, ausgerichtet am Unternehmenslebenszyklus (z.B. Early Stage, Mezzanine, Buyout, etc.), Beteiligungsart (z.B. Mezzanine, Co-Investment, etc.) und Branchenfokus (z.B. IT, Produzierendes Gewerbe, usw.)
- Regionaler Fokus der Fondsinvestitionen (z.B. USA, Europa, usw.)
- Prozentualer Anteil des abgerufenen Kapitals
- Geleistete Rückzahlungsquote an die Investoren (in Prozent des eingezahlten Kapitals)
- Restwert des Fondsvermögens (in Prozent des eingezahlten Kapitals)
- Multiple (Vielfaches des eingezahlten Kapitals)
- Nettorendite der Investoren („Net IRR“)
- Benchmarks zu vergleichbaren Fonds (gemessen an Jahrgang, Region und Art des Fonds):
 - Nettorendite an Investoren
 - Quartilsplatzierung des Fonds

Für die vorliegende Arbeit wurde als Maß der Performance die Quartilsplatzierung der Fonds gewählt, um ein möglichst konsistentes und vergleichbares Bild über die Leistungsfähigkeit der Private Equity Gesellschaften zu erhalten. Würde lediglich die Nettorendite bzw. der Rückzahlungs-Multiple herangezogen werden, könnten diese für unterschiedlich fortgeschrittene oder unterschiedlich ausgerichtete Fonds nicht verglichen werden.¹⁰¹⁸ Die Quartilsplatzierung eignet sich für die vorliegende Untersuchung insofern besonders gut, weil die angestrebte Untersuchung auf eine komparative Betrachtung der Private Equity Unternehmen abstellt. Eine relative Performancemessung erweist sich hier als geeigneter Ansatz.

Um die Performance-Daten mit der durchgeführten Befragung zusammenzuführen, wurde für Private Equity Gesellschaften mit mehreren Fonds eine mit den Fondsgrößen gewichtete Quartilsplatzierung errechnet.¹⁰¹⁹ Die hierbei ermittelten Werte konnten über den Fondsnamen eindeutig zu den an der Befragung teilnehmenden Private

¹⁰¹⁸ Dies liegt an der zeitlichen Verteilung von Ein- und Auszahlungen, wie im Verlauf des Abschnitts 3.4 erörtert wurde.

¹⁰¹⁹ So würde eine Private Equity Gesellschaft mit einem Fonds über EUR 500 Mio. im ersten Quartil und einem Fonds mit EUR 1.000 Mio. im dritten Quartil eine gewichtete Quartilsplatzierung von 2,33 erhalten ($500/1500 * 1 + 1000/1500 * 3$).

Equity Gesellschaften zugeordnet werden, insgesamt haben 259 Private Equity Gesellschaften teilgenommen (293 Datensätze), wobei für 99 Private Equity Unternehmen (114 Datensätze) ein Performance-Wert zur Verfügung stand.

5.4 Auswertung der Daten: Methoden, Ergebnisse und Diskussion

Der vorliegende Abschnitt behandelt die Auswertung der erhobenen Daten. Im ersten Unterabschnitt wird auf die demographische Struktur der Stichprobe eingegangen. Der zweite Unterabschnitt umfasst eine deskriptive Auswertung des Fragebogens begleitet von Binomialtests für den Test auf mehrheitliche Antworten und weiteren vertiefenden Auswertungen. Hier werden einzelne Hypothesen zu Due Diligence im Private Equity sowie zu Einsatz & Rolle quantitativer und qualitativer Methoden bei Private Equity Transaktionen untersucht. Diesem folgt im dritten Unterabschnitt die Untersuchung von Variablenzusammenhängen entlang der Hypothesen zu den Treibern hinter der Gewichtung quantitativer Modelle bei der Investitionsentscheidung sowie dem Erfolg einer Private Equity Gesellschaft im Zusammenhang mit Einsatz & Rolle quantitativer Methoden im Vergleich zu ‚weichen‘ Faktoren.

5.4.1 Demographische Struktur der Stichprobe

Die Beleuchtung der demographischen Stichprobenstruktur in den folgenden drei Unterabschnitten fokussiert sich auf die teilnehmenden Unternehmen (Unternehmensarten und –größen), auf die teilnehmenden Personen (Erfahrungshintergrund) und zuletzt auf die geographische Verteilung der Rückläufe.

5.4.1.1 Unternehmensarten und -größen

Von den 369 relevanten Datensätzen sind mit 293 ca. 79 Prozent der Teilnehmer Private Equity Unternehmen zuzuordnen, wobei 33 Prozent in Buyout-Unternehmen arbeiten, 27 Prozent in reinen Venture Capital Gesellschaften und 20 Prozent in Unternehmen, die sowohl im Buyout als auch im Venture Capital aktiv sind. 39 bzw. ca. elf Prozent der Teilnehmer arbeiten in Unternehmensberatungen und 17 bzw. vier Prozent der Befragten sind Investmentbanken zuzuordnen. 20 Teilnehmer bzw. fünf Prozent konnten keiner Unternehmensart zugeordnet werden, da die entweder die Option ‚Sonstige‘ gewählt haben oder die entsprechende Angabe in deren Datensatz fehlte (siehe Abbildung 18). Nachdem der Fokus der Befragung bei Private Equity Unternehmen liegt, ist diese Übergewichtung von Private Equity Unternehmen für die vorliegende Untersuchung bewusst gewollt.

Die Unternehmensgröße bezüglich der Anzahl an Mitarbeitern wurde in fünf Größenklassen erhoben. Sie wurden mit Hilfe der Hintergrundinterviews und Vorbesprechungen bei der Fragebogenerstellung (siehe Abschnitt 5.3.1.3) derartig bestimmt, dass die Größenunterschiede der Unternehmen im Verhältnis zu den typischen Mitarbeiterstrukturen gut erkennbar und klassifizierbar sind. Mit insgesamt 89 Prozent arbeitet die Mehrheit der teilnehmenden Personen in Unternehmen mit einer Mitarbeiterzahl bis 100 Mitarbeiter. Dies liegt vor allem daran, dass Private Equity Unternehmen –auch führende Gesellschaften- verhältnismäßig kleine Teams haben, und viele Dienstleistungen bzw. Fachwissen von außen projektweise einholen.¹⁰²⁰ Im Gegensatz dazu haben führende Unternehmensberatungen und Banken weitaus höhere Mitarbeiterzahlen, was sich auch in der vorliegenden Befragung widerspiegelt. Die Mehrheit der befragten Unternehmensberater und Investmentbanker arbeiten in Organisationen, die mehr als 5000 Mitarbeiter aufweisen. Ein kleiner Teil der Befragten (ein Prozent) hat keine Angaben zur Unternehmensgröße gemacht. Abbildung 18 fasst die angegebenen Informationen zu Unternehmensart und Unternehmensgröße zusammen.

¹⁰²⁰ Hintergrundinterviews.

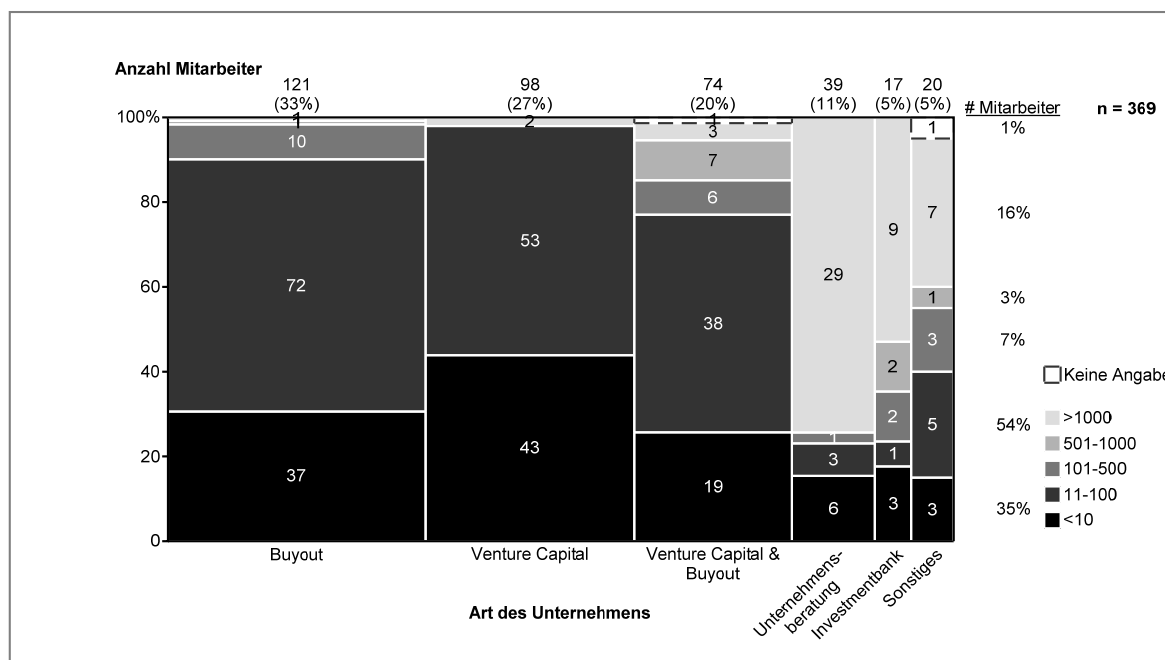


Abbildung 18: Art des Unternehmens und Unternehmensgröße (Anzahl Mitarbeiter).¹⁰²¹

Für Mitarbeiter von Private Equity Unternehmen wurde gerade wegen den vergleichsweise kleinen Teamstrukturen zusätzlich das verwaltete Kapital („Assets/ Capital under Management“) in fünf Größenkategorien abgefragt. Auch diese Klassifizierung wurde mit Hilfe der Hintergrundinterviews und Vorbesprechungen im Zuge der Fragebogenerstellung entsprechend definiert. Ungefähr 20 Prozent der Personen gehören verhältnismäßig großen oder sehr großen Private Equity Gesellschaften an (siehe Abbildung 19), die Mehrheit der Befragten stammt aus mittelständischen Private Equity Gesellschaften. In Abbildung 19 sind auch die typischen strukturellen Größenunterschiede zwischen Buyout-Gesellschaften und Venture Capital Gesellschaften zu erkennen. So finden sich die großen Unternehmen mehrheitlich im Buyout Geschäft bzw. im Buyout und Venture Capital Geschäft, während Venture Capital Gesellschaften einen wesentlich größeren Anteil an mittelgroßen und kleineren Vermögensvolumina aufweisen. Dies deckt sich mit der Erkenntnis aus Abschnitt 3.3.3: Investitionen in reife Unternehmen sind größer und häufiger. Es fließt deutlich mehr Kapital -vor allem von institutionellen Anlegern- in Buyout-Funds als in Venture Capital Funds, und damit ist in diesem Bereich auch das verwaltete Kapitalvolumen entsprechend höher.

¹⁰²¹ Eigene Darstellung.

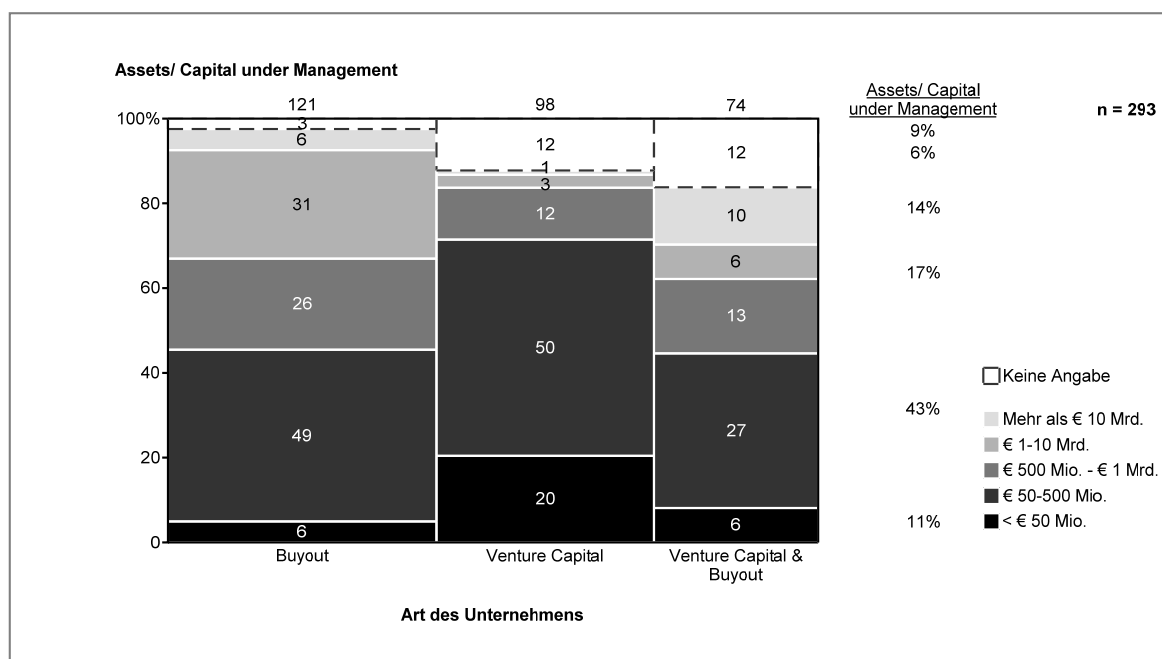


Abbildung 19: Assets/ Capital under Management nach Art der Private Equity Gesellschaft.¹⁰²²

5.4.1.2 Erfahrungshintergrund der befragten Teilnehmer

Bezogen auf die Hierarchiestufen haben 190 der Teilnehmer eine Top-Management Position (Vice President/ Partner bzw. Managing Director) inne, und machen damit gut die Hälfte der Befragten aus. Weitere 83 Personen bzw. ca. 22 Prozent befinden sich auf der Stufe von Projektleitern bzw. Investmentmanagern und 82 bzw. ebenfalls ca. 22 Prozent der Fragebögen wurden von Analysten bzw. Associates ausgefüllt. Schließlich bleiben insgesamt 14 Datensätze (vier Prozent) ohne hierarchische Zuordnung. Abbildung 20 zeigt die Verteilung der Antworten nach Unternehmensart und derzeitiger Position der Teilnehmer.

¹⁰²² Eigene Darstellung.

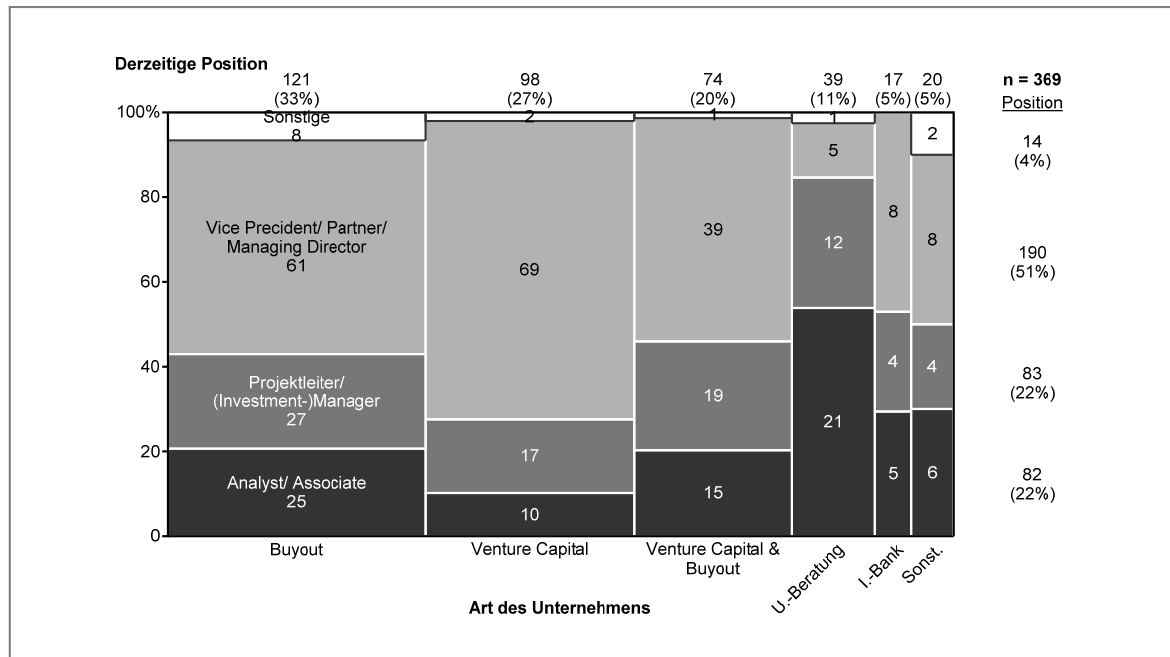


Abbildung 20: Verteilung der Stichprobe auf Unternehmensart und Position.¹⁰²³

Um den Erfahrungshintergrund der Befragungsteilnehmer genauer erfassen zu können, wurde neben der derzeitigen Position der Personen ebenfalls deren Berufserfahrung in Jahren abgefragt, wobei sowohl auf die gesamte Berufserfahrung als auch auf die Private Equity-spezifische Berufserfahrung abgestellt wurde. Gemäß Abbildung 21 liegt die durchschnittliche gesamte Berufserfahrung der Teilnehmer bei 16,6 Jahren, bezogen auf die spezifische Erfahrung im Private Equity sind es im Schnitt 8,3 Jahre. In Abbildung 22 wird die Berufserfahrung der befragten Personen in Clustern gezeigt.

¹⁰²³ Eigene Darstellung.

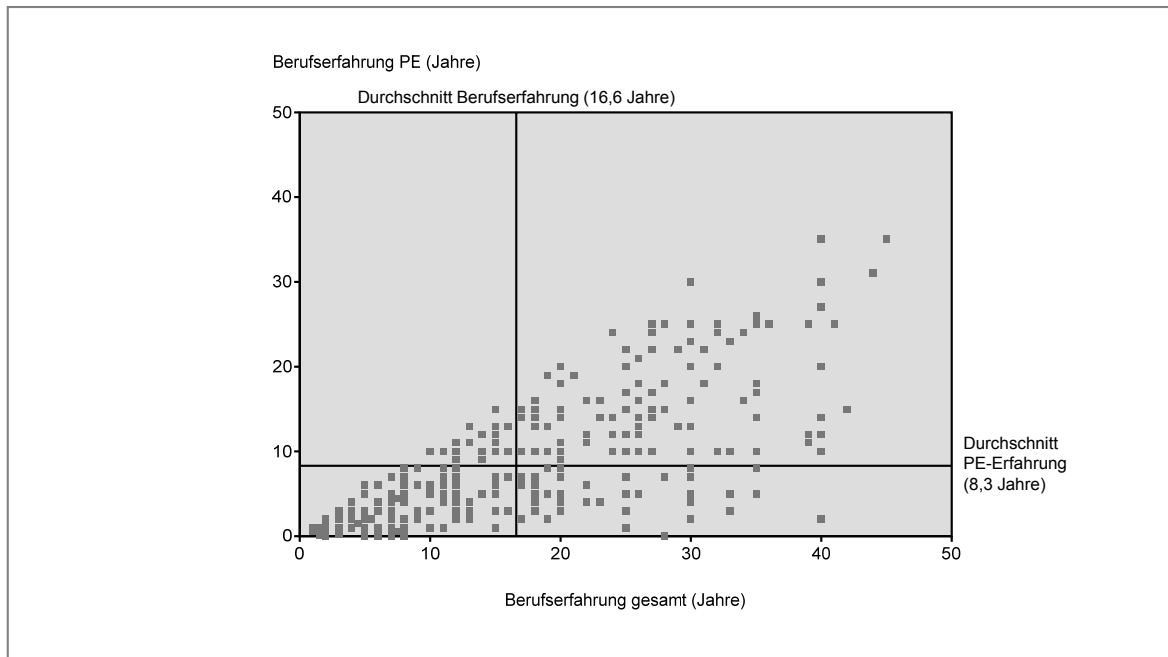


Abbildung 21: Berufserfahrung (gesamt und im Private Equity) der Befragungsteilnehmer.¹⁰²⁴

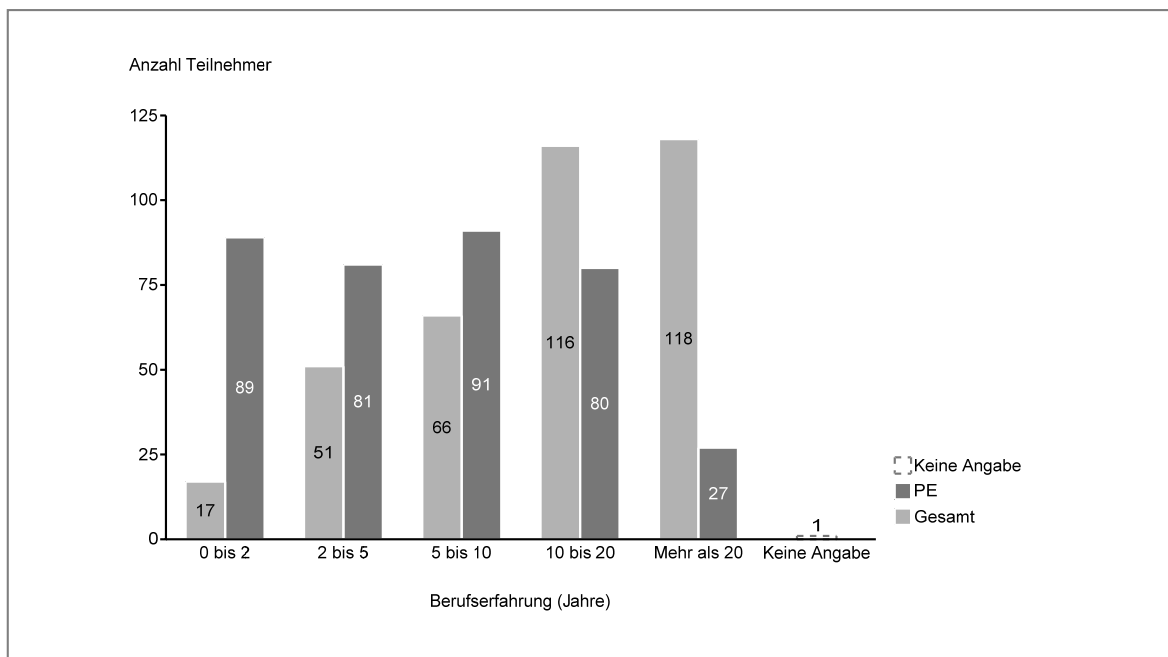


Abbildung 22: Verteilung der Berufserfahrung nach Kategorie (n = 369).¹⁰²⁵

Als weiteres Maß für den Erfahrungshintergrund der teilnehmenden Personen wurden die Befragten gebeten, die Anzahl an Due Diligence Gutachten anzugeben, an denen sie bisher mitgearbeitet bzw. die sie begleitet haben. Diese Größe bildet den

¹⁰²⁴ Eigene Darstellung.

¹⁰²⁵ Eigene Darstellung.

Erfahrungshintergrund besser ab als die Anzahl an tatsächlich durchgeführten Transaktionen, weil nur eine Teilmenge der Investitionsoptionen nach einer Due Diligence auch tatsächlich zu einem Deal führen (siehe dazu Abschnitt 3.4.2.1). Die Beantwortung dieser Frage erfolgte anhand der fünf definierten Größenkategorien. Über 70 Prozent haben an mindestens elf Due Diligence Gutachten mitgearbeitet bzw. diese begleitet und weisen damit eine mittlere, hohe bzw. sehr hohe technische Erfahrung auf (siehe Abbildung 23).

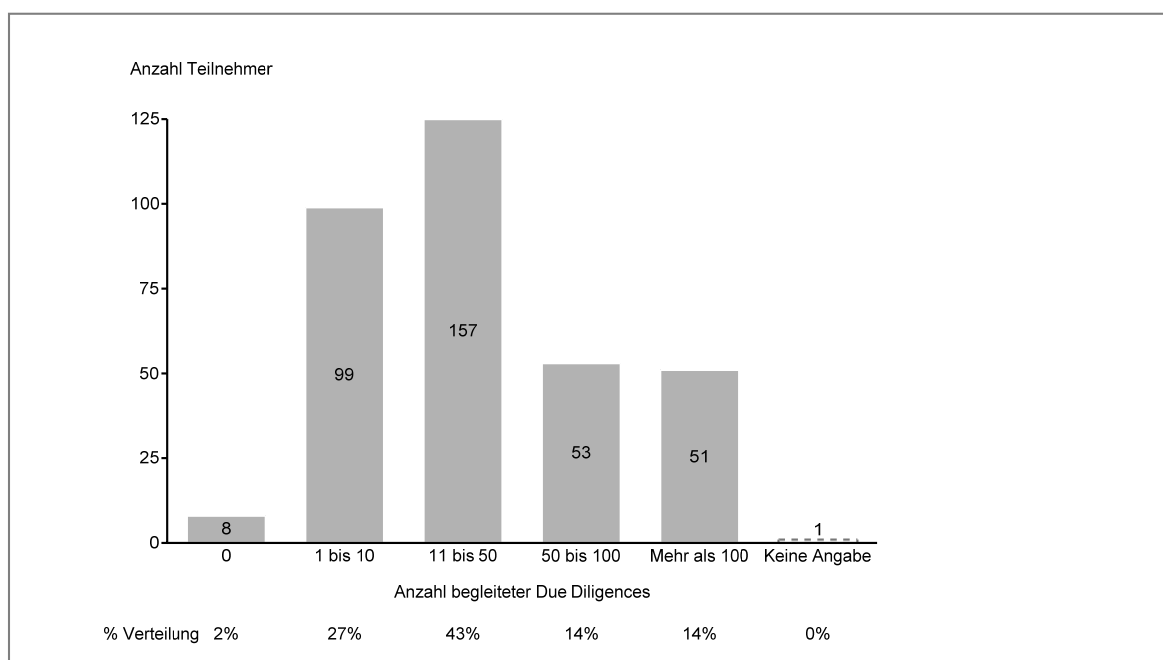


Abbildung 23: Anzahl begleiteter Due Diligences.¹⁰²⁶

Schließlich wurden die Teilnehmer nach der grundsätzlichen Branchenausrichtung ihrer Private-Equity Aktivitäten befragt, wobei an dieser Stelle bis zu fünf Branchenschwerpunkte angekreuzt werden konnten. Die Grenze von fünf wurde insofern gewählt, als eine Ausrichtung an einer höheren Anzahl von Branchen eine Spezialisierung durchaus infrage stellen würde. Abbildung 24 zeigt die Häufigkeit der Benennung für die einzelnen Branchen auf, Abbildung 25 führt die Anzahl der genannten Branchen je Teilnehmer auf. Die in Abbildung 24 am häufigsten vorkommenden Branchenschwerpunkte sind ‚Industriegüter‘, ‚Pharma & Medizintechnik‘, ‚Informationstechnologie, Datenverarbeitung & Software‘ und ‚Konsumgüter‘. Dies verwundert insofern nicht, als es sich hier zum einen um die breitesten Branchengebiete und

¹⁰²⁶ Eigene Darstellung.

zum anderen auch um sehr innovationsstarke Branchen handelt. Ein ebenfalls bedeutender Anteil –die fünftgrößte Gruppe- von Befragten gab an, keinen dezidierten Branchenschwerpunkt in ihren Private Equity Aktivitäten zu haben oder in einer (ggf. weiteren/ zusätzlichen) sonstigen Branche außerhalb der aufgeführten Liste tätig zu sein. Diese Option konnte bei den Mehrfachnennungen ebenfalls angegeben werden. Die Anzahl der Teilnehmer, die diese Option als alleinige Variante (Einfachnennung) angekreuzt haben, beläuft sich auf 62 (siehe Abbildung 25), insofern haben 33 Teilnehmer neben einer der aufgeführten Branchen diese Option zusätzlich gewählt. In die Gruppe ohne Branchenschwerpunkt können z.B. Private Equity Gesellschaften mit einer auf die Branche der Zielunternehmen opportunistischen Investitionsstrategie¹⁰²⁷ fallen. Was die Anzahl an Branchenschwerpunkten je Teilnehmer betrifft, so nimmt in Abbildung 25 die Häufigkeit von einem bis drei Schwerpunkten leicht ab, um dann wieder allmählich zuzunehmen. Ein Trend ist hier nicht zu erkennen.

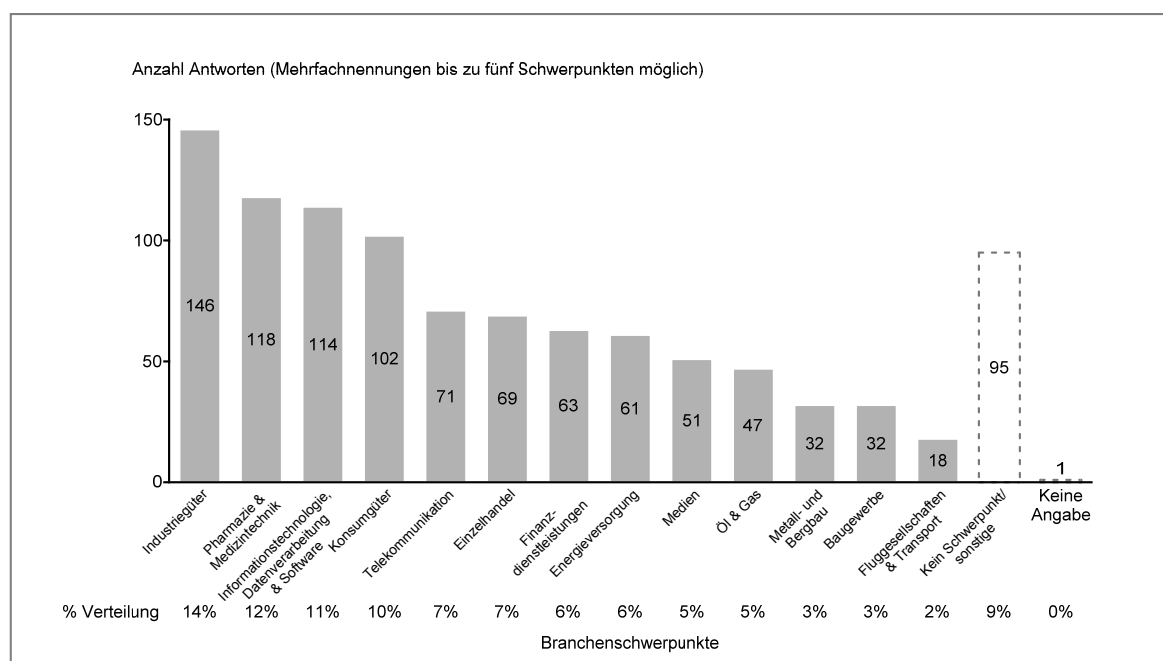


Abbildung 24: Angegebene Branchenschwerpunkte der Teilnehmer (Mehrfachnennungen bis zu fünf Schwerpunkten möglich).¹⁰²⁸

¹⁰²⁷ Unter einer opportunistischen Investitionsstrategie ist die reine Ausrichtung auf die wirtschaftliche Attraktivität von Investitionsoptionen abzustellen, unabhängig von deren übrigen Charakteristika wie Größe, Branche, Geographie, Lebensphase des Unternehmens, etc.

¹⁰²⁸ Eigene Darstellung.

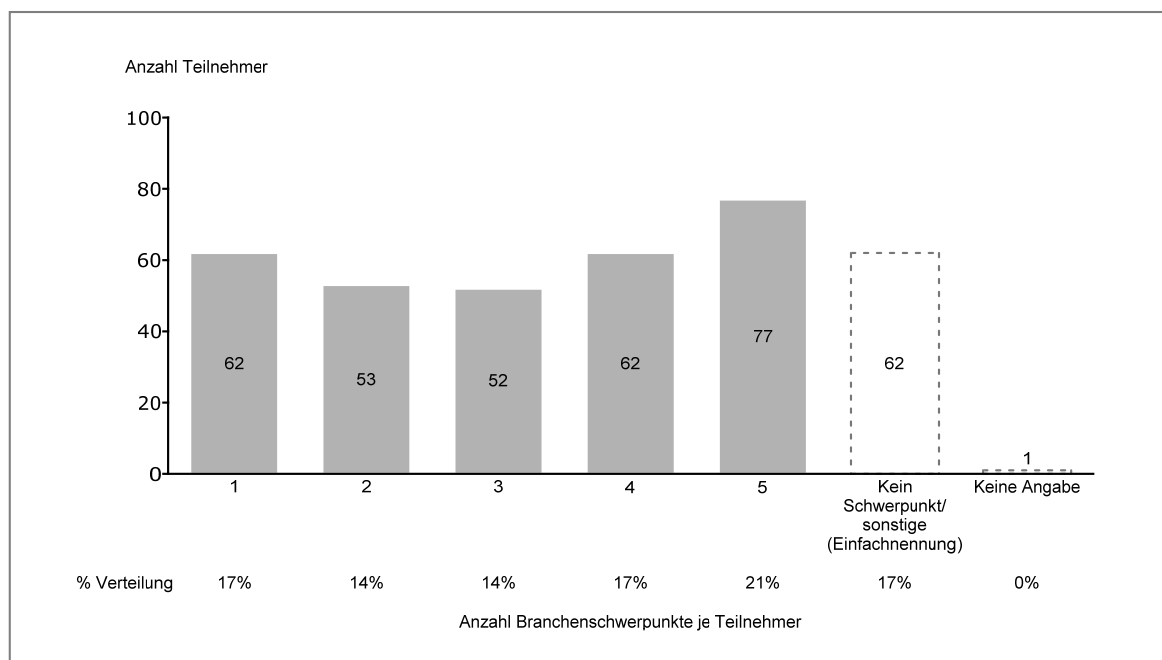


Abbildung 25: Anzahl Branchenschwerpunkte je Teilnehmer.¹⁰²⁹

Der hohe Anteil an Top-Management-Vertretern und Investmentmanagern, die Verteilung der Berufsjahre, die Anzahl an begleiteten Due Diligences sowie die Breite der abgedeckten Branchen lassen den Schluss zu, dass die vorliegenden Datensätze insgesamt auf einem sehr soliden Erfahrungshintergrund der Befragungsteilnehmer beruhen.

5.4.1.3 Geographische Verteilung der Befragungsteilnehmer

Die vorhandene Stichprobe verteilt sich bezüglich des Arbeitsstandorts der Teilnehmer über 49 Länder in den Regionen Europa, Osteuropa, Nordamerika, Mittelamerika, Südamerika, Afrika, Mittlerer Osten und Asien/ Pazifik. Bezogen auf die Region konzentriert sich die Mehrheit der Befragten auf Europa (66 Prozent) und Nordamerika (15 Prozent), gefolgt von Asien/ Pazifik (7 Prozent) –die übrigen Regionen machen insgesamt nur einen Anteil von 12 Prozent aus. Die am stärksten vertretenen Länder sind Deutschland, Großbritannien und die USA, was sich mit der geographischen Konzentration der Private Equity Branche deckt. Anzumerken ist hier jedoch,

¹⁰²⁹ Eigene Darstellung.

dass in der Realität die USA die größte Anzahl an Private Equity Professionals aufweist, gefolgt von Großbritannien und Deutschland.¹⁰³⁰ Die Übergewichtung Europas und vor allem Deutschlands lässt sich mit dem Umstand begründen, dass die vorliegende Befragung von einer deutschen Universität ausgeht.¹⁰³¹

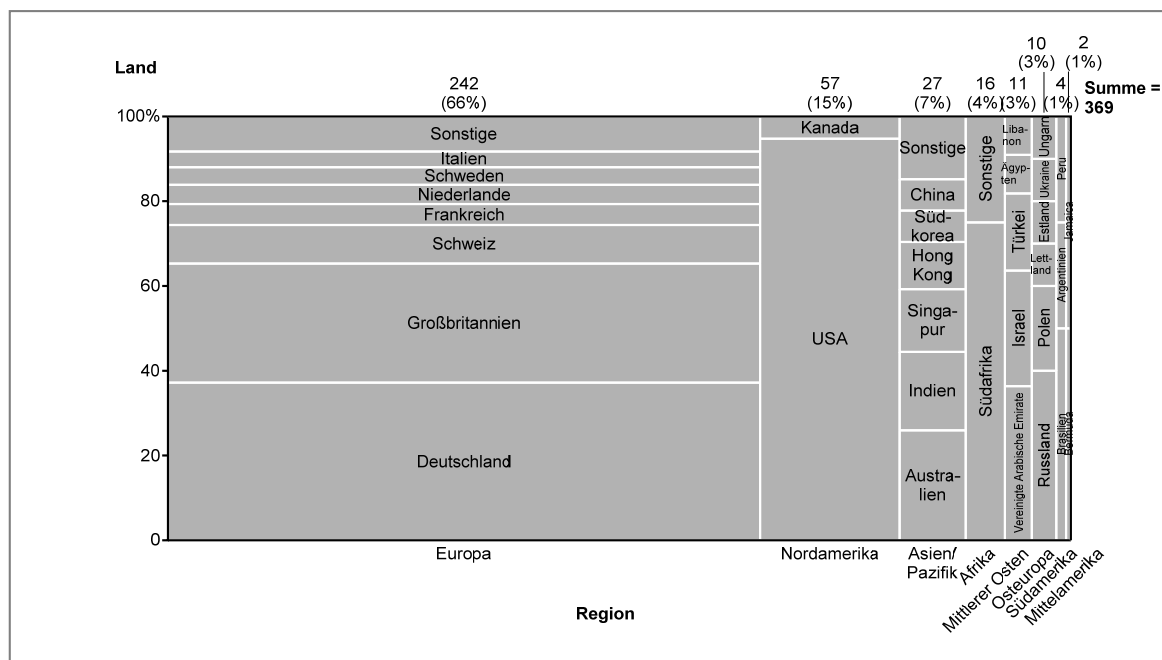


Abbildung 26: Geographische Verteilung der Stichprobe.¹⁰³²

5.4.2 Deskriptive Zusammenfassung und Binomialtests auf mehrheitliche Zustimmung/ Nicht-Zustimmung (Hypothesen zu Fragestellungen I bis VII)

Der vorliegende Abschnitt behandelt eine deskriptive Zusammenfassung der Befragungsergebnisse und eine begleitende Diskussion mit Hinblick auf die Hypothesen der Fragestellungen I bis VII (siehe Abschnitt 5.2). Ziel ist es, eine grundsätzliche Perspektive auf die Arbeitsweise von Private Equity Professionals während des Investitionsentscheidungsprozesses zu erhalten. Dabei liegt der Fokus der Auswer-

¹⁰³⁰ Prequin ‚Fund Manager Profiles Database‘.

¹⁰³¹ Eine anlogie Argumentation dazu findet sich in Reineke (2009), S. 56 mit Verweis u.a. auf Achleitner und Klöckner (2005), S. 34.

¹⁰³² Eigene Darstellung.

tung auf dem ‚Grad der Zustimmung‘ zu den jeweiligen Antworten bzw. zu deren Wichtigkeit. Dieser wird für die jeweiligen Antworten in einer gemeinsamen Betrachtung der Durchschnittswerte der abgegebenen Antworten sowie des prozentualen Anteils der Antworten mit den Werten ‚vier‘ oder ‚fünf‘ im Kontext der jeweiligen Antwortmöglichkeiten dargestellt. Auf diese Weise soll dem Problem begegnet werden, dass der Durchschnittswert alleine der ihm zugrundeliegenden Streuung bzw. der Spanne der Antworten keine Rechnung trägt.¹⁰³³ Eine grundsätzliche Zustimmung zur Fragestellung bzw. zu deren abgefragter Bedeutung wird für den Durchschnittswert ab einem Wert oberhalb von 3,5 gesehen, Durchschnittswerte oberhalb von 4 deuten auf eine insgesamt starke Zustimmung bzw. Bedeutung hin. Bezüglich des Anteils der Teilnehmer, die einer Fragestellung grundsätzlich zustimmen oder ihr eine mehrheitlich hohe Bedeutung beimessen, wird ein Anteil von mindestens 50 Prozent als Grenzwert herangezogen, d.h., es muss mindestens die Hälfte der Befragten einen Wert von ‚vier‘ oder ‚fünf‘ angekreuzt haben. Somit ist gewährleistet, dass der Median der Antworten mindestens den Wert ‚vier‘ einnimmt. Dieses Maß wird zur Gewährleistung der Verlässlichkeit der getroffenen Aussagen und zur Überprüfung der aufgestellten Hypothesen mit Hilfe des Binomialtests darauf untersucht, ob die Zustimmungswerten (Anteil der Antworten mit den Werten ‚vier‘ oder ‚fünf‘) für die jeweiligen Variablen signifikant oberhalb bzw. unterhalb von 50 Prozent liegen. Der Binomialtest wird hier generell bei einem Signifikanzniveau von $\alpha = 0,05$ durchgeführt. Sollte dieser bei einzelnen Variablen zu einer Ablehnung der Hypothesen auf mehrheitliche Zustimmung bzw. Beimessung einer hohen Bedeutung führen, werden diese noch einmal bei einem schwächeren Signifikanzniveau von $\alpha = 0,10$ untersucht, bevor die jeweilige Hypothese auf Zustimmung endgültig abgelehnt wird. Am Ende des Abschnitts findet sich für eine bessere Übersichtlichkeit der Ergebnisse eine Zusammenfassung der Hypothesen zu den Fragestellungen I bis VII.

¹⁰³³ So kann sich z.B. bei zwei Antworten ein Durchschnittswert von drei aus folgenden Antwortpaaren zusammensetzen: 3/3; 2/4; 4/2; 1/5; 5/1; keine Angabe/3; 3/keine Angabe. Dieses kleine Beispiel führt auf, dass nur für vier der sieben Wertepaare (2/4; 4/2; 1/5; 5/1) von einer ‚Zustimmung‘ gesprochen werden kann.

5.4.2.1 Fragen zur Qualität von Due Diligence¹⁰³⁴

Prognoseeignung von Due Diligence Gutachten

Due Diligence wird mit Blick auf die für die Investitionsentscheidung relevanten Prognosen als gute Informationsquelle bewertet. Hier schneiden die verschiedenen Due Diligence Arten –mit Ausnahme der Vendor Due Diligence und der ‚sonstigen‘ Due Diligence Gutachten- insgesamt recht gut ab (vgl. Abbildung 27), vor allem bei finanziellen und rechtlichen Themen. Die Antworten bezüglich der Prognosequalität der Commercial Due Diligence fielen im Vergleich zu den anderen Due Diligence Arten etwas gemischter aus, was einerseits auf eine unterschiedlich gute Qualität dieser Gutachten in der Praxis schließen lässt, andererseits allerdings auch mit einer erschwerten Prognostizierbarkeit der in dieser Due Diligence Art behandelten Größen zusammenhängen mag. Mit Ausnahme ‚sonstiger DD‘ kann für alle käuferseitig durchgeführten Due Diligence-Gutachten (Financial DD, Legal DD, Operational/ Technical DD, Tax DD und Commercial/ Strategic DD) bei einem Signifikanzniveau von $\alpha = 0,05$ davon ausgegangen werden, dass sie für den Erhalt der für die Investitionsentscheidung relevanten Informationen/ Prognosen mehrheitlich als ‚eher gut‘ bzw. ‚gut‘ geeignet bewertet werden. ‚Sonstige‘ DD Gutachten umfassen meist Randthemen oder fallspezifische Themen (z.B. Social DD, Environmental DD), weshalb hier bei einem Signifikanzniveau von $\alpha = 0,05$ mehrheitlich keine Bestätigung für den Erhalt investitionsrelevanter Informationen/ Prognosen erfolgte. Für die elementaren und käuferseitig durchgeführten Due Diligence Gutachten ist die Hypothese I.1¹⁰³⁵ damit nicht abzulehnen.

Beim Blick auf die Einschätzung der Vendor Due Diligence (VDD) zeigt sich bei einem Signifikanzniveau von $\alpha = 0,05$, dass die von der Verkäuferseite gegebenen Informationen mehrheitlich nicht als ‚eher gut‘ bzw. ‚gut‘ bewertet wird, um die für die Investitionsentscheidung relevanten Informationen zu erhalten. Dies ist der erste von

¹⁰³⁴ Die Fragen werden in diesem Teilabschnitt ein einer zum Fragebogen leicht veränderten Reihenfolge behandelt, um der Reihenfolge der formulierten Hypothesen möglichst nachzukommen.

¹⁰³⁵ Hypothese I.1: Due Diligence wird von Private Equity Investoren als geeignetes Instrument wahrgenommen, um Investitionsrelevante Informationen/ Prognosen zu erhalten.

drei untersuchten Fragestellungen für eine Nicht-Ablehnung von Hypothese II.1¹⁰³⁶. Auch bei den im weiteren Verlauf untersuchten Fragen wird die Verkäuferinformation durch die befragten Personen als fragwürdig bzw. für die Investitionsentscheidung nur begrenzt verlässlich eingestuft.¹⁰³⁷

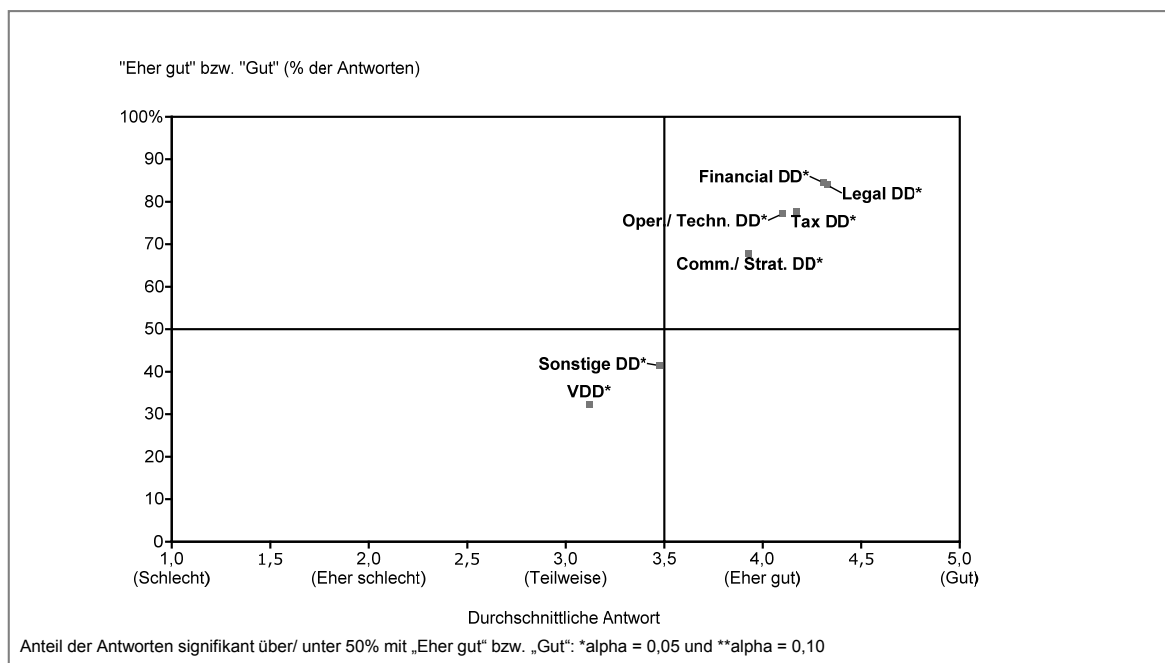


Abbildung 27: Frage 4 – Wie gut eignet sich Ihrer Meinung nach die Durchführung folgender Due Diligences, um die für die Investitionsentscheidung relevanten Informationen/ Prognosen zu erhalten?¹⁰³⁸

Wesentliche Risiken bei der Investitionsentscheidung und Herstellung von Risikotransparenz durch Due Diligence

Die nächsten beiden Fragestellungen behandeln zum einen, in welchen Themengebieten sich aus Sicht der Teilnehmer die höchsten Investitionsrisiken verbergen (Abbildung 28) und zum anderen, bei welchen dieser wesentlichen Risiken die Due Diligence in der Lage ist, ein klares Bild bzw. Transparenz über die ebendiese aufzudecken (Abbildung 29). Die Risiken werden mehrheitlich in den Bereichen Managementqualität, Umsatz und Unternehmenserfolge gesehen, gefolgt von Markt,

¹⁰³⁶ Hypothese II.1: Der von der Verkäuferseite bereitgestellten Entscheidungsgrundlage (insbesondere Vendor Due Diligence) wird ein begrenzter Stellenwert – vor allem im Vergleich zu käuferseitig durchgeführten Due Diligence Gutachten und anderen Informationsquellen – beigemessen.

¹⁰³⁷ Siehe dazu auch die Behandlung der Fragen 3, 5 und 10 im weiteren Verlauf.

¹⁰³⁸ Eigene Darstellung. Behandlung der Frage in veränderter Reihenfolge zum Fragebogen. Die vollständig ausformulierten Variablenbezeichnungen finden sich im Fragebogen in Anhang 1 bei der entsprechenden Frage.

Wettbewerb und Exit-Optionen als ‚eher hoch‘ bzw. ‚hoch‘ eingestuft. Diese Aussage ist für die Exit-Optionen bei einem Signifikanzniveau von $\alpha = 0,1$ und für die anderen genannten Bereiche bei einem Signifikanzniveau von $\alpha = 0,05$ gültig. Für alle weiteren für eine Investition zu beleuchtenden Themengebiete (Produkte, Kosten, Verschuldungsgrad, Regulation/ Politik, Investitionsplanung, Rechtsverhältnisse, potentielle Poison Pills und Steuern) kann bei einem Signifikanzniveau von $\alpha = 0,05$ von keiner mehrheitlichen Risikobewertung von ‚eher hoch‘ bzw. ‚hoch‘ ausgegangen werden, auch wenn diese ebenfalls den Erfolg einer Beteiligung mit beeinflussen. Diese Größen scheinen einen höheren Grad an Planbarkeit zu haben.

Die Qualität des Unternehmensmanagements wird an vielen Stellen als zentrales Investitionskriterium erwähnt¹⁰³⁹, schließlich hat die Unternehmensführung unbestritten einen unmittelbaren und maßgeblichen Einfluss auf die Unternehmensentwicklung. Die anderen genannten Bereiche mit einer mehrheitlich eher hohen bis hohen Risikoeinstufung sind diejenigen mit dem größten Interpretationsspielraum bzgl. ihrer künftigen Entwicklung. Während auf Gebieten wie Recht, Regulierung oder Steuern ein mehr oder weniger klares bzw. stabiles Messgerüst –nämlich die vorliegenden Gesetze/ Regelungen und Rechtsprechungen¹⁰⁴⁰– zur Risikoeinschätzung vorhanden ist, stellt die Prognose von Markt- und Marktanteilsentwicklung für das Zielunternehmen sowie dessen Erfolge trotz standardisierter bzw. bewährter Vorgehensweisen immer wieder aufs Neue eine Prognoseherausforderung dar. Gerade wenn die Meinungen von Studien und Experten in diesen Themengebieten auseinandergehen, stehen die Investoren und deren Gutachter vor der schwierigen Aufgabe, die erhaltenen Angaben zu plausibilisieren, zu gewichten und letztlich zu einem zuverlässigen und glaubhaften Ergebnis zusammenzuführen. Die Exit-Optionen bringen zum Zeitpunkt der Investitionsentscheidung aus Sicht der Finanzinvestoren immerhin teilweise hohe Risiken mit sich. Wie in Kapitel 3 beschrieben, hat der Exit am Ende der Halteperiode einen bedeutenden Einfluss auf die tatsächlich realisierbaren Erfolge aus der Beteiligung, und dieser hängt von einer Vielzahl von nur schwer vorherzusehenden oder gar beeinflussbaren Faktoren ab, seien es der realisierbare Exit-Zeitpunkt selbst oder die äußeren Rahmenbedingungen wie Kapitalmarktsituati-

¹⁰³⁹ Siehe dazu Abschnitte 3.1.1 und 3.4.2.2.

¹⁰⁴⁰ Diese können sich freilich auch über die Zeit verändern oder je nach Fall an der einen oder anderen Stelle in ihrer Anwendbarkeit/ Gültigkeit unklar sein und damit ebenfalls ein Risiko mit sich bringen.

on oder Attraktivität der Branche des Zielunternehmens zum Verkaufszeitpunkt. Themengebiete wie Kosten, Produkte, Investitionsplanung und Verschuldungsgrad bekommen eine eher mittlere Risikobewertung, sind diese doch zu einem gewissen Grad –wenn auch nicht vollständig- aus dem momentanen Zustand des Unternehmens sowie dessen interner Planung (z.B. durch konkrete Maßnahmen) herzuleiten und damit bezüglich der Zukunft leichter zu beurteilen. Potentielle Poison Pills stellen aus Sicht der Befragten auch ein eher niedriges Risiko dar, sind diese doch meist schon frühzeitig im Transaktionsprozess erkennbar und unter Umständen auch nur begrenzt anzutreffen.

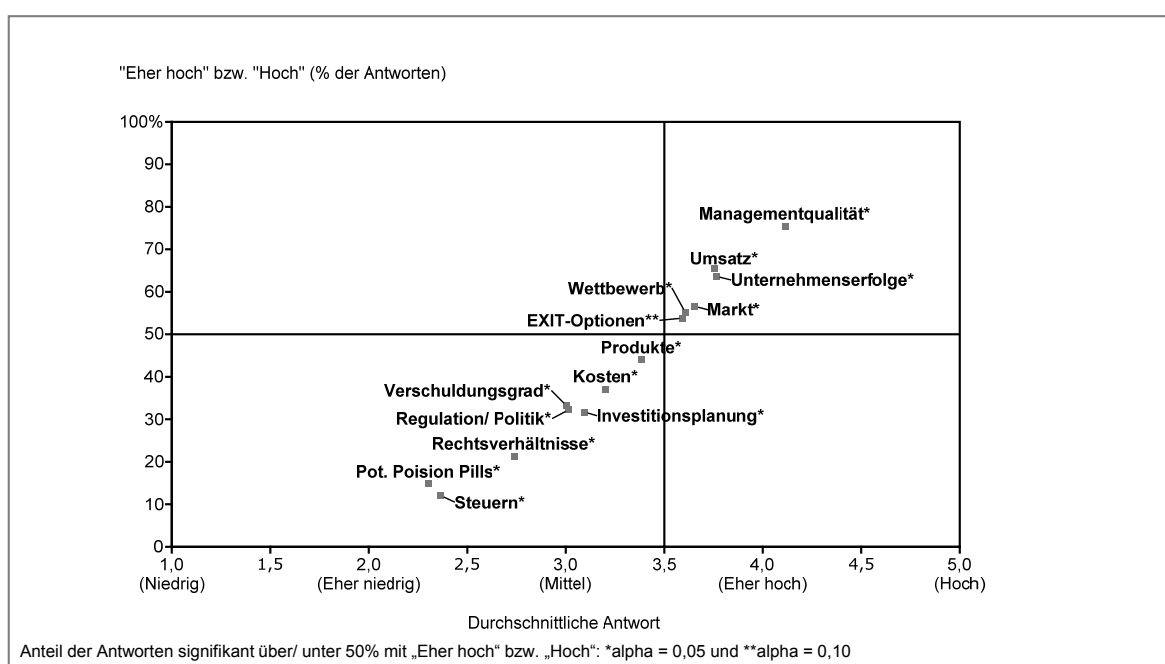


Abbildung 28: Frage 1 – Wie hoch sind aus Ihrer Erfahrung die Investitionsrisiken hinter folgenden Punkten?¹⁰⁴¹

Diesen Ausführungen zur Folge verwundert es daher wenig, dass Due Diligence Gutachten gerade bei Rechtsverhältnissen, Steuern, Verschuldungsgrad und Produkten die höchste Transparenz über vorhandene Risiken herstellen können (Abbildung 29) und umgekehrt bei Exit-Optionen und Umsatz die geringste Transparenz schaffen. Lediglich bei Unternehmenserfolgen, die als zentrale Bewertungsgröße mit einem mehrheitlich hohen Risiko bewertet wurden, stellen Due Diligence Gutachten den Befragten zufolge mehrheitlich ‚eher gut‘ bis ‚gut‘ eine entsprechende Transpa-

¹⁰⁴¹ Eigene Darstellung. Behandlung der Frage in veränderter Reihenfolge zum Fragebogen. Die vollständig ausformulierten Variablenbezeichnungen finden sich im Fragebogen in Anhang 1 bei der entsprechenden Frage.

renz über die Risiken her. Dies erweist sich insofern als schlüssig, als die Unternehmenserfolge die zentrale Bewertungsgröße für das Zielunternehmen darstellen und die Due Diligence deshalb auch auf deren Entwicklung sowie die Entwicklung ihrer unmittelbaren und mittelbaren Treiber ausgerichtet ist. Als unmittelbare Treiber für die Unternehmenserfolge sind offensichtlich Umsatz und Kosten zu verstehen, die anderen Größen wie Marktentwicklung, Wettbewerb, Managementqualität, Investitionsplanung, etc. gehen mittelbar in die Unternehmenserfolge ein. Mit Ausnahme von Regulation/ Politik sind die mehrheitlichen Aussagen in Abbildung 29 zur Güte in der Herstellung von Transparenz über mögliche Investitionsrisiken durch Due Diligence für alle Themenfelder bei einem Signifikanzniveau von $\alpha = 0,05$ gültig.

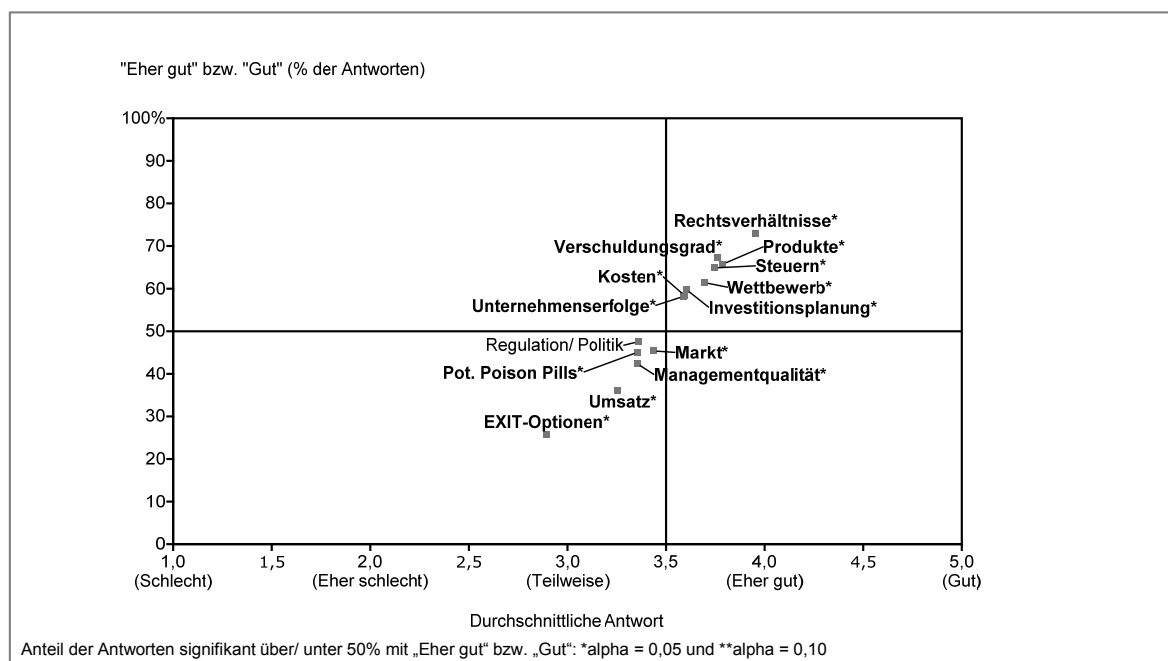


Abbildung 29: Frage 2 – Wie gut kann Ihrer Meinung nach eine Due Diligence bei den folgenden Punkten ein klares Bild/ Transparenz über mögliche Investitionsrisiken herstellen? ¹⁰⁴²

Zur Untersuchung der Hypothese I.2¹⁰⁴³ sind die letzten beiden Fragestellungen zusammenzuführen und es gelten weiterhin die festgestellten Signifikanzen, insgesamt scheinen Due Diligence Gutachten trotz der prinzipiell guten Einstufung für die Prognosefähigkeit für die Investitionsentscheidung mehrheitlich nicht die gewünschte

¹⁰⁴² Eigene Darstellung. Behandlung der Frage in veränderter Reihenfolge zum Fragebogen. Die vollständig ausformulierten Variablenbezeichnungen finden sich im Fragebogen in Anhang 1 bei der entsprechenden Frage.

¹⁰⁴³ Hypothese I.2: Due Diligence wird von Private Equity Experten mehrheitlich als geeignetes Instrument wahrgenommen, um Transparenz über die wesentlichen Investitionsrisiken herzustellen.

Transparenz über alle wesentlichen Risiken beim Kauf eines Unternehmens herzustellen (siehe Abbildung 30). Mit Ausnahme von Unternehmenserfolgen und Wettbewerb spricht die Mehrheit der befragten Personen bei Themen mit mehrheitlich hohem Risiko (Managementqualität, Umsatz- und Marktentwicklung sowie bei den später zu realisierenden Exit-Optionen) der Due Diligence nicht uneingeschränkt bzw. nicht mehrheitlich die Fähigkeit zu, die vorhandenen Risiken entsprechend offenzulegen. Augenscheinlich nimmt die Risikotransparenz in der Due Diligence mit der wahrgenommenen Höhe der Risiken tendenziell ab, wie Abbildung 30 suggeriert. Im Umkehrschluss betrachtet, kann gerade die Höhe der Risiken durch die verminderte Risikotransparenz mitunter erklärt werden. Vor diesem Hintergrund ist die Hypothese I.2.¹⁰⁴⁴ zweiteilig zu beantworten. Sie ist nicht abzulehnen für die Themen in Abbildung 30, die sich oberhalb der 50 Prozent-Marke an der y-Achse befinden, und sie ist abzulehnen für die Themen, welche unterhalb dieser Marke anzutreffen sind.

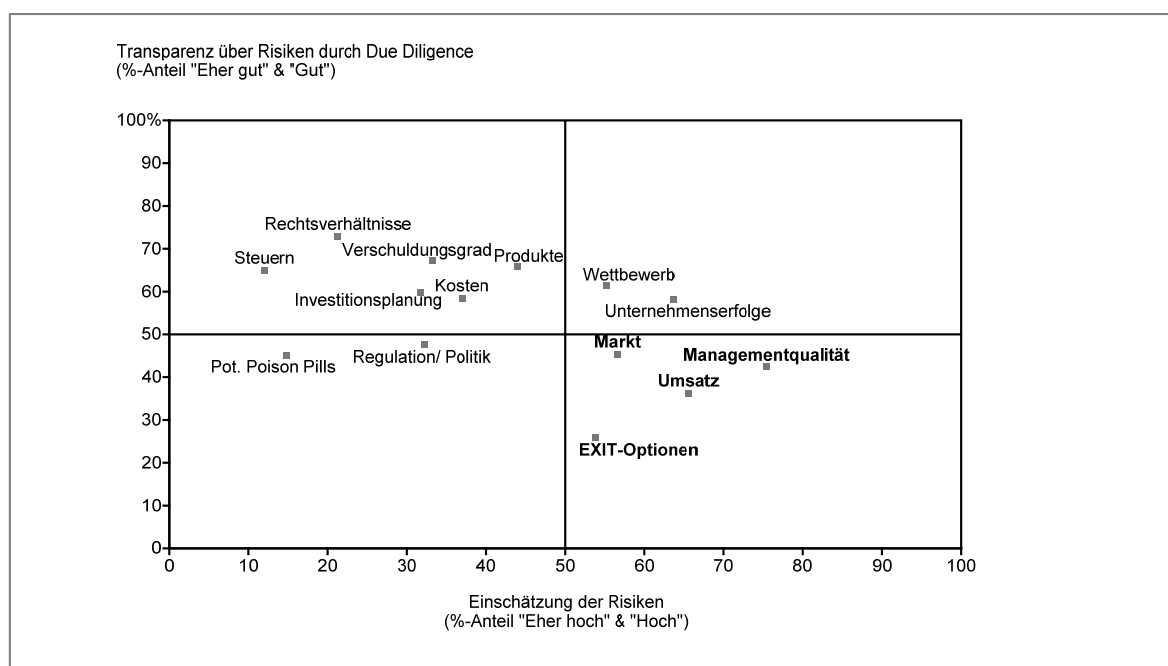


Abbildung 30: Einschätzung der Risiken und deren Aufdeckung/ Transparenz im Zuge der Durchführung einer Due Diligence.¹⁰⁴⁵

¹⁰⁴⁴ Hypothese I.2: Due Diligence wird von Private Equity Experten mehrheitlich als geeignetes Instrument wahrgenommen, um Transparenz über die wesentlichen Investitionsrisiken herzustellen.

¹⁰⁴⁵ Eigene Darstellung. Die vollständig ausformulierten Variablenbezeichnungen finden sich im Fragebogen in Anhang 1 bei der entsprechenden Frage.

Häufigkeit der Identifikation kritischer Punkte für die Investitionsentscheidung bei Due Diligence Gutachten

Ergänzend zu den bisherigen Ausführungen wurde in der Befragung explizit auf die Häufigkeit von sog. ‚Red Flags‘¹⁰⁴⁶ eingegangen. Hier zeigt sich, dass diese zwar nicht systematisch in einer Due Diligence Art auftreten (siehe Abbildung 31), jedoch am häufigsten bei erfolgsrelevanten Themen rund um das Geschäftsmodell des Zielunternehmens bzw. bei Fragestellungen rund um Markt, Umsatz (Commercial Due Diligence) oder bei finanziellen bzw. Themen auftreten (Financial Due Diligence). Auffällig ist hier wiederum die geringste Häufung kritischer Punkte bei Verkäuferangaben (Vendor Due Diligence) bei denen ‚Red Flags‘ im Vergleich zu den käuferseitigen Due Diligence Gutachten wesentlich weniger oft zu Tage treten. Mit Ausnahme von Commercial/ Strategic Due Diligence und Operational/ Technical Due Diligence sind die Aussagen zu einem mehrheitlich nicht ‚eher häufigem‘ bzw. ‚häufigem‘ Vorkommen von ‚Red Flags‘ statistisch signifikant bei $\alpha = 0,05$. Für die Financial DD ist bei einem Signifikanzniveau von $\alpha = 0,10$ von einem mehrheitlich ‚eher häufigem‘ bzw. ‚sehr häufigem‘ Vorkommen von ‚Red Flags‘ auszugehen. Somit tauchen im Durchschnitt die häufigsten kritischen Themen im Kontext der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des potentiellen Zielunternehmens auf.

Die statistisch hoch signifikante mehrheitlich geringe bis nur teilweise Häufung von kritischen Themen bei der Vendor DD erweist sich als der zweite von drei Punkten zur Nichtablehnung der Hypothese II.1¹⁰⁴⁷.

¹⁰⁴⁶ Hierbei handelt es sich um kritische Punkte, deren Hervortreten zu der Entscheidung führen kann, die Investition nicht weiter zu verfolgen, weil sie die Beteiligung für den Investor unattraktiv gestalten.

¹⁰⁴⁷ Hypothese II.1: Der von der Verkäuferseite bereitgestellten Entscheidungsgrundlage (insbesondere Vendor Due Diligence) wird ein begrenzter Stellenwert –vor allem im Vergleich zu käuferseitig durchgeführten Due Diligence Gutachten und anderen Informationsquellen- beigemessen.

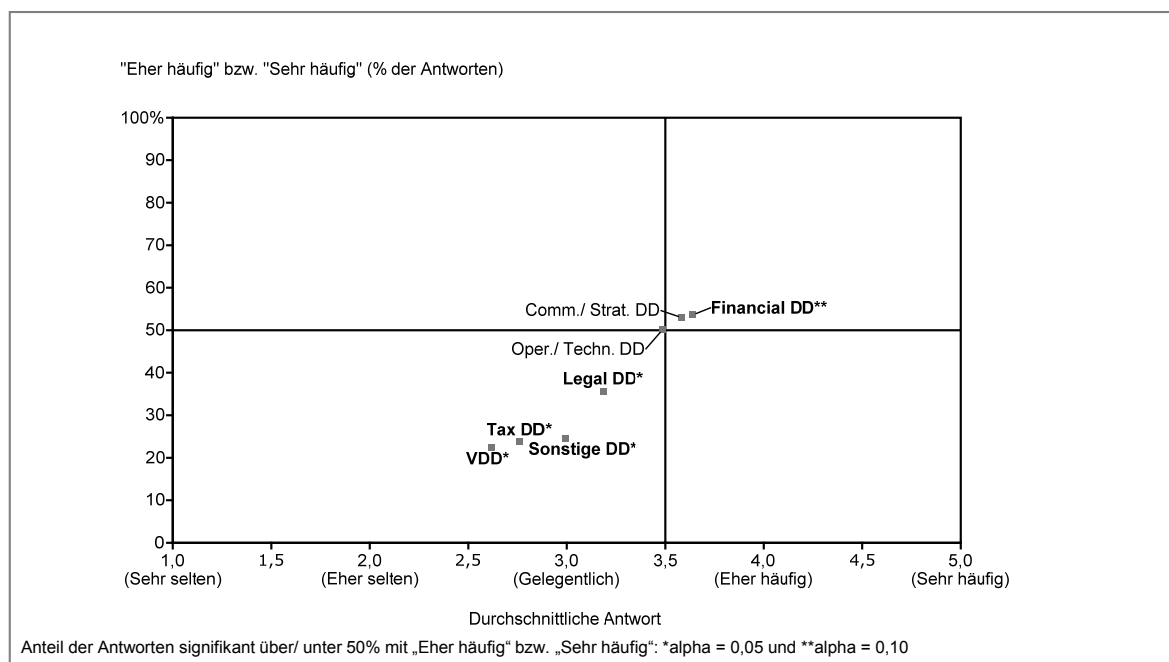


Abbildung 31: Frage 5 – Wie häufig identifizieren Sie in folgenden Due Diligences sog. „Red Flags“, also kritische Punkte, welche zur Entscheidung führen, die Investition nicht weiter zu verfolgen? ¹⁰⁴⁸

Zu optimistische Verkäuferangaben

Verkäuferangaben bzw. –informationen haben den Befragten zur Folge nur einen zweifelhaften Wert: Sie werden systematisch als zu optimistisch wahrgenommen, insbesondere in den Bereichen Unternehmenswert, Markt- und Umsatzentwicklung und Unternehmenserfolge (siehe Abbildung 32).¹⁰⁴⁹ Für alle aufgeführten Themengebiete kann bei einem Signifikanzniveau von $\alpha = 0,01$ davon ausgegangen werden, dass die Häufigkeit zu optimistischer Sell-Side Information über bzw. unter 50 Prozent liegt (siehe Tabelle 7). Als zu optimistisch wahrgenommene Verkäuferangaben decken sich mit den Ergebnissen von Berens und Strauch (2002) und zeigen den Versuch der Verkäuferseite, Hidden Characteristics‘ zu ihren Gunsten auszuspielen.¹⁰⁵⁰ Wie zuvor erwähnt, sind das die Bereiche mit dem größten Interpretationsspielraum bzw. mit der größten Unsicherheit bzgl. der zukünftigen Entwicklung des Zielunternehmens. Je ‚messbarer‘ die Themengebiete sind, desto realistischer

¹⁰⁴⁸ Eigene Darstellung. Behandlung der Frage in veränderter Reihenfolge zum Fragebogen. Die vollständig ausformulierten Variablenbezeichnungen finden sich im Fragebogen in Anhang 1 bei der entsprechenden Frage.

¹⁰⁴⁹ Die hier abgefragten Bereiche decken nicht alle Bereiche aus der Fragestellung zur Höhe der Risiken ab. Aufgrund der Komplexität bzw. Dauer der Beantwortung dieser Frage wurde hier der Schwerpunkt auf die wesentlichen Themen gelegt.

¹⁰⁵⁰ Vgl. Berens und Strauch (2002a), S. 91.

werden die Verkäuferangaben im Durchschnitt wahrgenommen. Ausgenommen für die Investitionsplanung und für die Rechtsverhältnisse ist Hypothese II.2¹⁰⁵¹ demnach nicht abzulehnen. Die Verkäuferseite nutzt gegebene Informationsvorteile je nach Spielraum gezielt zum eigenen Vorteil aus, womit die Theorie aus Abschnitt 4.1 aus der Beobachtung der Befragungsteilnehmer verifiziert wird. Due Diligence dient zweifelsohne dem gezielten Abbau von Informationsasymmetrien –und das trotz vorhandener Gutachten von Verkäuferseite. Für die Unternehmensbewertung tritt damit vor allem die Argumentationsfunktion für Käufer und Verkäufer in den Vordergrund.¹⁰⁵² In diesem Kontext der Verkäuferangaben scheint die Vendor Due Diligence folglich vor allem der Verkäuferseite zu dienen: Der Vermeidung eigener Fehler und der Findung einer eigenen Vorstellung über den Verkaufspreis auf der einen Seite, sowie der strategischen Nutzung für ‚Signalling‘ zur Vertrauensbildung bei potentiellen Käufern und für ‚Anchoring‘, also dem Setzen einer möglichst hoch liegenden Ausgangsbewertung für die weiteren Kaufpreisverhandlungen. Der Wert der Vendor Due Diligence oder eines Information Memorandum begrenzt sich für die Käuferseite auf denjenigen einer ersten Bezugsgröße, also darauf, die getroffenen Korrekturen entsprechend zur Ausgangslage am Unternehmenswert quantifizieren und begründen zu können, und auf den Erhalt einer ersten aufbereiteten Daten- und Informationsgrundlage. Abschließend sei zu dieser Fragestellung noch festgehalten, dass Verkäuferangaben laut den Befragungsteilnehmern –wenn auch in sehr seltenen Fällen- als zu pessimistisch ausfallen. Diese Situation kehrt das Problem ob der Informationsasymmetrien zwischen Käufer und Verkäufer um, hier hat der Verkäufer die Möglichkeit, seinen Informationsvorsprung zum Zwecke eines günstigen Beteiligungserwerbs opportunistisch zu nutzen.

¹⁰⁵¹ Hypothese II.2: Verkäuferinformationen und deren Interpretation durch die Verkäuferseite fallen in den meisten Fällen zu optimistisch aus, insbesondere in den Bereichen mit erhöhter Prognoseunsicherheit/ erhöhtem Interpretationsspielraum, z.B. Markt-/ Umsatzentwicklung, Unternehmenswert.

¹⁰⁵² Für die Unternehmensbewertung führt Sieben (1976) S. 492 vier Funktionen auf: Beraterfunktion (Ermittlung des Kaufpreisentscheidungswerts auf individueller Basis), Konfliktlösungs- oder Vermittlungsfunktion (Vermittlung zwischen auseinanderfallenden Interessen zwischen Verkäufer und Käufer) und Argumentationsfunktion (Unterstützung der Argumentationslinie in der Verhandlung). Eine nähere Beschreibung der Funktionen findet sich ebd., S. 492-496.

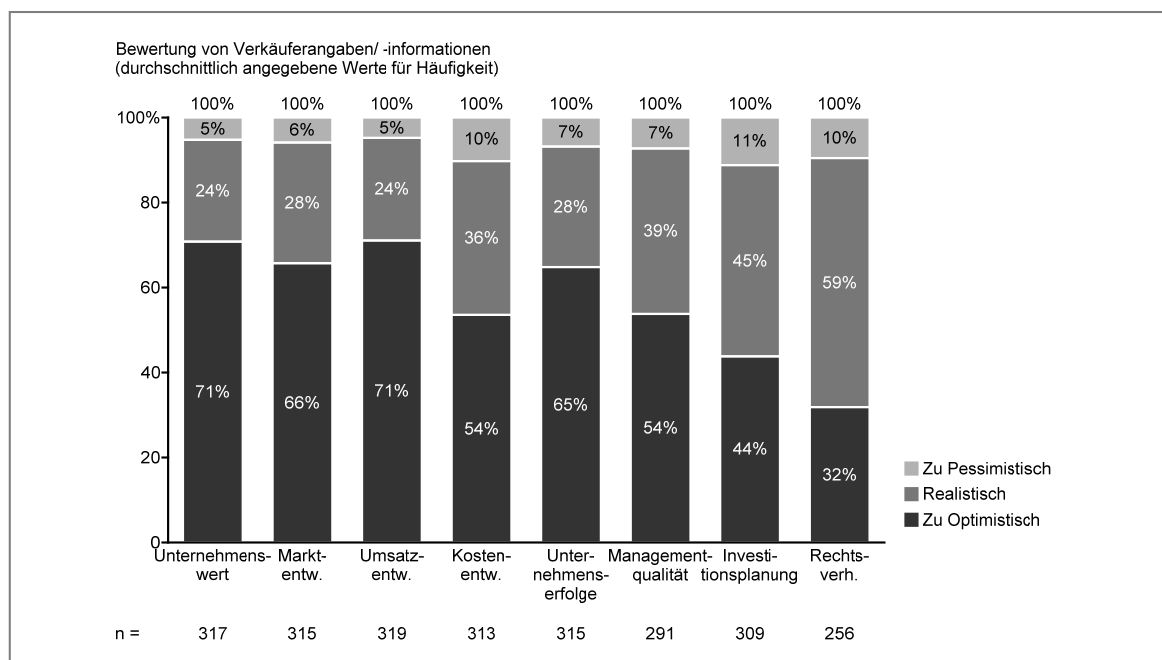


Abbildung 32: Frage 3 - In wie viel Prozent der Fälle fallen aus Ihrer Erfahrung die von der Verkäuferseite angegebenen unternehmenswertrelevanten Informationen als zu optimistisch, realistisch oder zu pessimistisch aus?¹⁰⁵³

One-Sample Test

	Test Value = 50					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
Sell-Side Info/ zu optimistisch - Unternehmenswert	16,648	316	,000	20,79801	18,3401	23,2560
Sell-Side Info/ zu optimistisch - Markt	12,816	314	,000	15,71389	13,3014	18,1264
Sell-Side Info/ zu optimistisch - Umsatz	18,336	318	,000	21,09069	18,8276	23,3538
Sell-Side Info/ zu optimistisch - Kosten	2,620	312	,009	3,57011	,8895	6,2507
Sell-Side Info/ zu optimistisch - Unternehmenserfolge	11,094	314	,000	14,84005	12,2082	17,4719
Sell-Side Info/ zu optimistisch - Managementqualität	2,611	290	,010	3,77462	,9290	6,6202
Sell-Side Info/ zu optimistisch - Investitionsplanung	-4,536	308	,000	-6,18239	-8,8642	-3,5006
Sell-Side Info/ zu optimistisch - Rechtsverhältnisse	-11,599	255	,000	-18,14842	-21,2298	-15,0671

Tabelle 7: t-Test für die Häufigkeit von zu optimistischer Verkäuferinformation nach Themengebiet.¹⁰⁵⁴

¹⁰⁵³ Eigene Darstellung. Behandlung der Frage in veränderter Reihenfolge zum Fragebogen. Die vollständig ausformulierten Variablenbezeichnungen finden sich im Fragebogen in Anhang 1 bei der entsprechenden Frage.

Im Kontext der Hypothese II.3 wird der Zusammenhang zwischen dem wahrgenommenen Risiko und der als zu optimistisch eingeschätzten Verkäuferinformation untersucht. Wie die Darstellungen in Abbildung 33 (Abhängige Variable: Durchschnittlicher Wert der Risikohöhe) und Abbildung 34 (Abhängige Variable: Anteil der Antworten mit der Risikoeinstufung ‚eher hoch‘ bzw. ‚hoch‘) zeigen, besteht ein eindeutiger Zusammenhang zwischen der Qualität der Verkäuferinformation und der Höhe der wahrgenommenen Risiken. Bereiche mit höheren Risiken gehen bei einem Signifikanzniveau von $\alpha = 0,05$ mit umso optimistischeren Verkäuferangaben einher. Zwar ist die Konstante in Abbildung 34 nicht signifikant, doch auch hier besteht der unterstellte positive Zusammenhang über einen hoch signifikanten Koeffizienten. Das wahrgenommene Risiko begründet sich demzufolge nicht nur in der Prognoseunsicherheit als solcher, sondern auch im Vorhandensein von Informationsnachteilen der Käuferseite und deren systematischer Ausnutzung durch die Verkäuferseite. Diese Aussage deckt sich mit der zuvor festgestellten teilweise begrenzten Herstellung von Risikotransparenz durch eine Due Diligence gerade bei den Themengebieten mit einem erhöhten Risiko. Hypothese II.3 ist damit bei einem Signifikanzniveau von $\alpha = 0,05$ nicht abzulehnen. Dies stellt freilich nur eine Sichtweise dar. Natürlich wird auch die Käuferseite versuchen, im Rahmen einer Due Diligence neben der eigenen Absicherung auch objektivierte Begründungen für eine möglichst hohe Kaufpreisminderung herzustellen und werterhöhende Informationen zurückzuhalten.

¹⁰⁵⁴ SPSS-Ausgabe. Der Xi-Quadrat-Test auf Normalverteilung (Anhang 3.1) weist für alle Variablen eine asymptotische Signifikanz von ‚nahe Null‘ auf –insofern kann an dieser Stelle von normalverteilten Variablen ausgegangen werden.

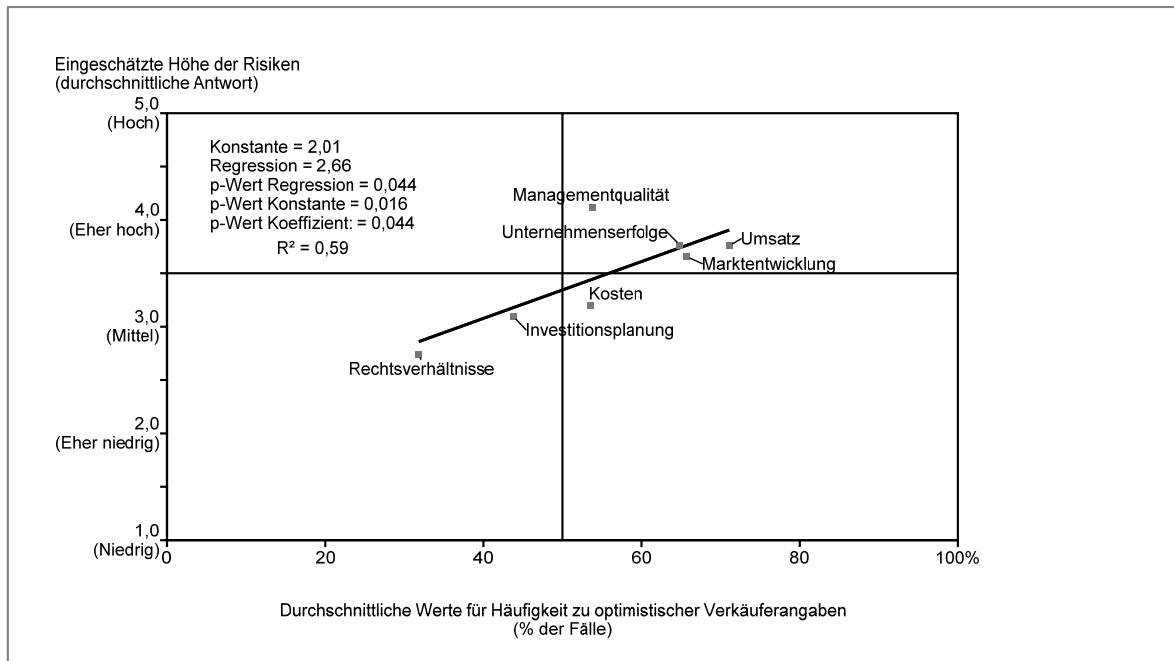


Abbildung 33: Zusammenhang zwischen zu optimistischen Verkäuferangaben/ -informationen und wahrgenommener Höhe der Risiken (gemessen an der durchschnittlichen Antwort).¹⁰⁵⁵

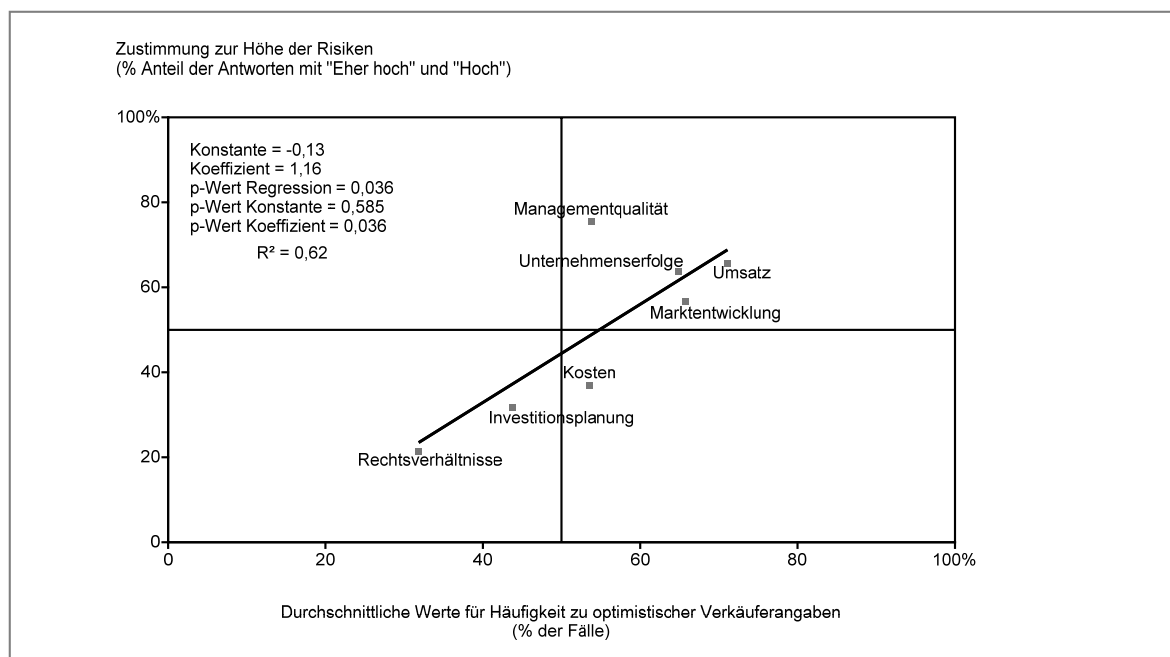


Abbildung 34: Zusammenhang zwischen zu optimistischen Verkäuferangaben/ -informationen und wahrgenommener Höhe der Risiken (gemessen am Grad der Zustimmung - prozentualer Anteil der Antworten mit der Risikoeinschätzung ‚Eher hoch‘ und ‚Hoch‘).¹⁰⁵⁶

Die bisherigen Ergebnisse stellen die Wichtigkeit einer Due Diligence und die Notwendigkeit der mit der Due Diligence einhergehenden Analysen außer Frage, damit

¹⁰⁵⁵ Eigene Darstellung.

¹⁰⁵⁶ Eigene Darstellung.

die getroffene Entscheidung über den Kauf einer Beteiligung und deren Preis am Ende für den Investor nicht unvorteilhaft ausfällt.

Due Diligence Kosten

An dieser Stelle wurde in einer zusätzlichen Frage untersucht, wie hoch der finanzielle Aufwand einer Due Diligence für Private Equity Investoren üblicherweise ausfällt. Dazu wurden die Teilnehmer gebeten, den üblichen Mindest-, Höchst- und Mittelwert der Due Diligence Kosten in Prozent des Beteiligungswerts anzugeben. Der durchschnittliche Mindestwert beträgt 1,24 Prozent, der durchschnittliche Höchstwert liegt bei 4,18 Prozent und der durchschnittliche Mittelwert liegt bei 2,34 Prozent des Kaufpreises der Beteiligung (siehe Tabelle 42). Die Bandbreite der gegebenen Antworten betrug insgesamt null bis 25 Prozent, wobei derartige Extremwerte als sehr unüblich eingestuft werden können¹⁰⁵⁷. Gemessen an der Häufigkeit von Korrekturen an den angegebenen Verkäuferangaben stellt die Due Diligence eine lohnende Investition in eine möglichst optimale Entscheidungs- und Kaufpreisfindung dar, die sich zur Vermeidung einer Fehlinvestition mehr als bezahlt macht. Selbst wenn die Unsicherheit über eine Investition durch eine Due Diligence nicht komplett beseitigt wird, so kann der mit ihrer Durchführung verbundene Aufwand teilweise als ‚Versicherung‘ gegen Fehlinvestitionen und zu hoch bezahlte Kaufpreise bzw. für möglichst niedrige Kaufpreise betrachtet werden.

DD-KOSTEN (% DES KAUFPREISES)	MIN (%)	MAX (%)	DURCHSCHNITT (%)
Durchschnitt	1,24	4,18	2,34
Min	0,00	0,02	0,01
Max	10,00	25,00	15,00
Anzahl abgegebener Werte	198	197	212

Tabelle 8: Frage 7 – Due Diligence Kosten in Prozent des Kaufpreises der Beteiligung.¹⁰⁵⁸

¹⁰⁵⁷ Information aus Hintergrundinterviews.

¹⁰⁵⁸ Eigene Darstellung. Behandlung der Frage in veränderter Reihenfolge zum Fragebogen.

Erfüllung von Kriterien für Due Diligence Gutachten in der Praxis

Mit Blick auf die konkrete Durchführung von Due Diligence Gutachten wurden die befragten Experten ergänzend gebeten, die Wichtigkeit einer Reihe typischer Kriterien für die Erstellung von Due Diligence Gutachten für die Praxis zu benennen (siehe Abbildung 35). Hier stehen allen voran und mit statistisch hoch signifikanter Mehrheit drei Kriterien im Vordergrund: Ein Fokus auf die wesentlichen Fragestellungen, gefolgt von Verständlichkeit und Ergebnisorientierung. Mit etwas Abstand – jedoch immer noch mit einer statistisch signifikanten Mehrheit ($\alpha = 0,05$) - wurde die Nachvollziehbarkeit von Berechnungen als ‚eher wichtig‘ bis ‚sehr wichtig‘ bewertet. Die übrigen Kriterien wurden im Mittel bestenfalls als nur teilweise wichtig erachtet, wobei für den Umfang der zugrundeliegenden Daten und den Detailgrad keine Aussage über eine mehrheitliche Bewertungsrichtung möglich ist. Kriterien wie Berechnungsmethoden, Abdeckung *aller* möglichen Fragestellungen und die Dokumentstruktur sind mehrheitlich signifikant nicht als ‚eher wichtig‘ bis ‚sehr wichtig‘ eingestuft worden, wobei der Aussage zu den Berechnungsmethoden lediglich ein α von 0,10 zugrunde liegt. Gerade die oftmals vorliegende zeitliche Restriktion bei einem Due Diligence Prozess erfordert eine starke Fokussierung der Arbeit auf die für die betreffende Transaktion wichtigen Themen.¹⁰⁵⁹ Dennoch kann dies in der Praxis immer noch eine hohe Bandbreite an Fragestellungen und Details mit sich bringen. Es sei jedoch festgehalten, dass sich keines der abgefragten Kriterien als klar ‚unwichtig‘ herausgestellt hat.

¹⁰⁵⁹ Bei der Priorisierung der Due Diligence Themen hilft eine standardisierte ‚Checkliste‘ als Ausgangslage, wie z.B. in Abschnitt 3.4.2.2 in den Ausführungen zu Commercial Due Diligence beschrieben.

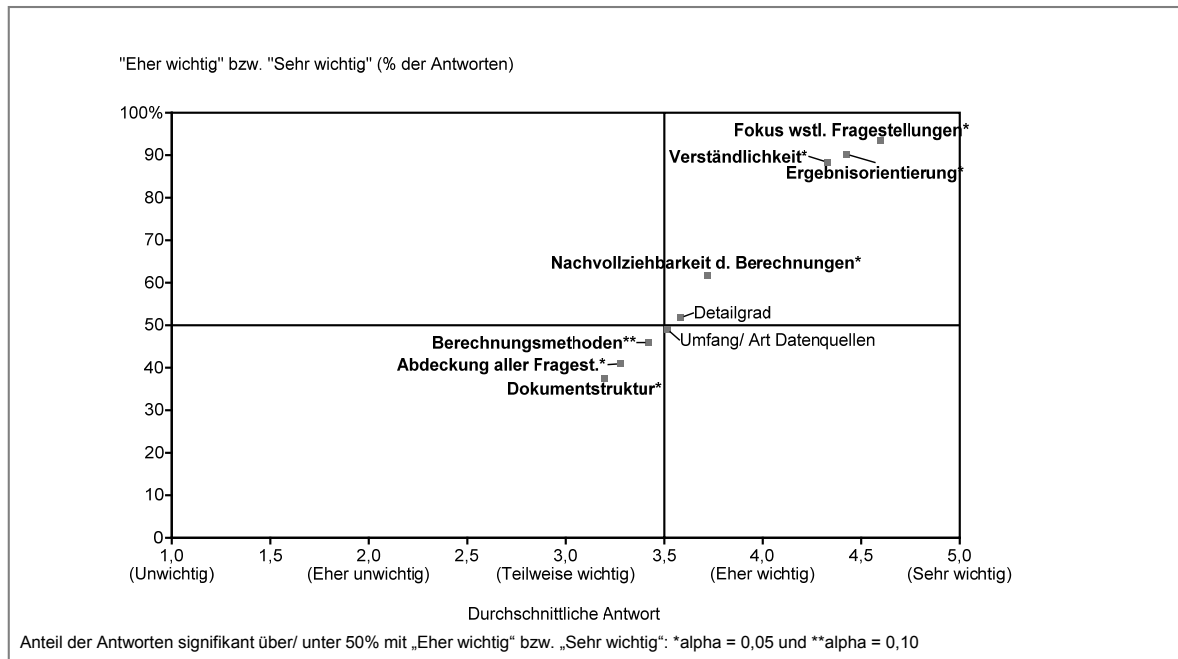


Abbildung 35: Frage 6 – Wie wichtig sind Ihnen folgende Kriterien bei Due Diligence Gutachten? ¹⁰⁶⁰

Hieraus seien dem Ersteller eines Due Diligence Gutachtens stets die Prüfung folgender Fragen empfohlen:

- Sind alle für die Transaktion wesentlichen („kritischen“) Fragestellungen abgedeckt, insbesondere bezogen auf entscheidungsrelevante offene Punkte?
- Versteht der Investor bzw. der Entscheider die relevanten Punkte und die abgeleiteten Schlussfolgerungen?
- Ist das Gutachten auf die Ableitung einer klaren Investitionsentscheidung bzgl. Kauf oder Nicht-Kauf (=Ergebnis) und der mit damit verbundenen Perspektive hin ausgerichtet?
- Sind die Berechnungen (inklusive die zugrundeliegenden Annahmen) nachvollziehbar?
- Sind die wesentlichen Fragestellungen mit dem *notwendigen* Detailgrad bzw. Datenumfang hinterlegt?

¹⁰⁶⁰ Eigene Darstellung. Behandlung der Frage in veränderter Reihenfolge zum Fragebogen. Die vollständig ausformulierten Variablenbezeichnungen finden sich im Fragebogen in Anhang 1 bei der entsprechenden Frage.

5.4.2.2 Einsatz und Rolle quantitativer & qualitativer Methoden bei Private Equity Transaktionen

Rolle quantitativer Modelle bei Investitionsentscheidungen

Quantitative Methoden unterstützen die Investitionsentscheidung auf verschiedene Art und Weise und haben damit unterschiedliche Rollen. Keine der abgefragten möglichen Rollen für quantitative Methoden wurde wirklich abgelehnt – nicht einmal die Rolle quantitativer Modelle zur Rechtfertigung vorab anvisierter Ergebnisse (siehe Abbildung 36). Alle haben eine statistisch signifikante mehrheitliche Zustimmung, wobei nur für die Ergebnisrechtfertigung nicht das Signifikanzniveau von $\alpha = 0,05$ sondern $\alpha = 0,10$ vorliegt.

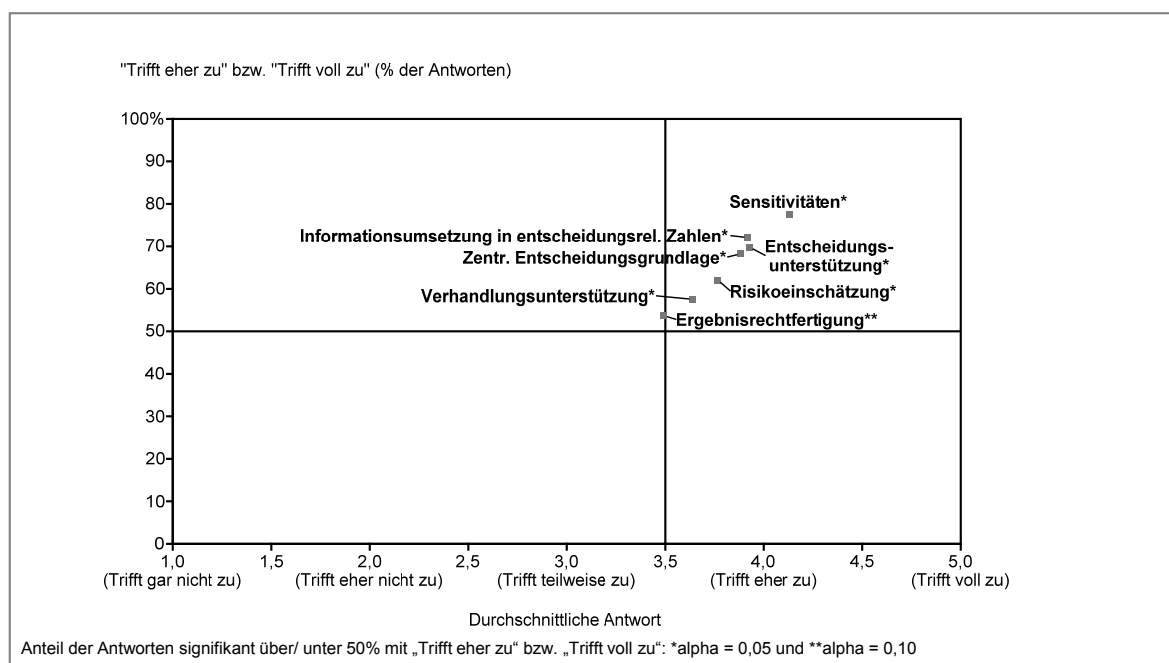


Abbildung 36: Frage 8 – Welche Rolle spielen für Sie quantitative Modelle (z.B. Business Case, LBO-Modell) bei der Investitionsentscheidung? ¹⁰⁶¹

Quantitative Modelle erfüllen je nach Situation vielfältige Aufgaben: Die größte Zustimmung findet die Durchführung von Sensitivitäten, gefolgt von der Informationsumsetzung in entscheidungsrelevante Zahlen sowie der Unterstützung bzw. Grund-

¹⁰⁶¹ Eigene Darstellung. Die vollständig ausformulierten Variablenbezeichnungen finden sich im Fragebogen in Anhang 1 bei der entsprechenden Frage.

lage für Entscheidungen. Die Risikoeinschätzung geht sicherlich mit der Durchführung von Sensitivitäten einher, helfen letztere doch die Konsequenzen verschiedener Entwicklungen von Inputparametern auf die Attraktivität der betreffenden Investition zu verstehen. Als Beispiel für die quantitative Informationsumsetzung in entscheidungsrelevante Zahlen lassen sich Unternehmensbewertungsverfahren heranziehen, in welchen verschiedenste Informationen zu einem Unternehmenswert kondensiert werden. Die Durchführung von Sensitivitäten bzw. anders ausgedrückt, die Berechnung verschiedener Szenarien, sowie die Informationsumsetzung in entscheidungsrelevante Zahlen gehören sicher zu den Grundlagen quantitativer Arbeit vor dem Kauf eines Unternehmens. Somit begründet sich die mehrheitliche Zustimmung der Rolle quantitativer Modelle als zentrale Entscheidungsgrundlage –und in abgeschwächter Form- als Entscheidungsunterstützung. Die Verhandlungsunterstützung ergibt sich ebenfalls aus den am stärksten zutreffenden Rollen. Im Kontext der zuvor bereits erwähnten Argumentationsfunktion der Unternehmensbewertung unterstützen quantitative Modelle die Verhandlung um den Kaufpreis, im Zuge derer ebenfalls neue Informationen verarbeitet werden und Sensitivitäten bzw. Szenarien zu berechnen sind. Zusammenfassend ist die aufgestellte Hypothese III.1¹⁰⁶² nicht abzulehnen. An dieser Stelle ist jedoch der Hinweis festzuhalten, dass die Frage nach der Art der bedeutenden quantitativen Modelle noch offen ist und im weiteren Verlauf dieses Abschnitts beantwortet wird.

Erfüllung von Anforderungen an quantitative Modelle in der Praxis

In der Praxis gibt es verschiedene Anforderungen an ‚gute‘ quantitative Modelle, die in einem Rahmen zeitlicher Knappheit in der Transaktionsphase insbesondere auf Handhabung und Verständlichkeit ausgerichtet sind. Um ein Bild darüber zu bekommen, wie die Qualität quantitativer Modelle in der Praxis ausfällt, wurde die Erfüllung der folgenden Kriterien abgefragt:

- Klare Struktur bzw. fallabhängiger Aufbau
- Klar sichtbare Annahmen

¹⁰⁶² Hypothese III.1: Quantitative Methoden spielen für die Investitionsentscheidung mehrheitlich eine zentrale Rolle (z.B. Informationsverarbeitung, Berechnung von Sensitivitäten/ Risiken, Entscheidungsgrundlage).

- Nachvollziehbarkeit der Berechnungen
- Durchführbarkeit von Sensitivitäten
- Übersichtlichkeit der Ergebnisse
- Flexibilität bzgl. neuer Anforderungen/ veränderbarer Struktur
- Anwendung quantitativ/ statistisch fundierter Methoden

Die Befragungsteilnehmer sprechen quantitativen Modellen in ihrem Arbeitsalltag bezogen auf diese Maßstäbe mehrheitlich eine eher häufige bzw. sehr häufige Erfüllung dieser Kriterien zu, besonders bei Übersichtlichkeit der Ergebnisse und Sichtbarkeit der getroffenen Annahmen. Lediglich die quantitative bzw. statistische Fundierung wird im Mittel nicht einmal gelegentlich festgestellt und nur von ca. 20 Prozent der Befragten eher häufig bzw. häufig beobachtet. Dies lässt sich mit der zuvor beschriebenen Funktion quantitativer Modelle als informationsverarbeitende Instrumente in Verbindung bringen und es gibt einen ersten Hinweis auf eine eher pragmatische Handhabung der quantitativen Arbeit in der Investitionsentscheidungspraxis. Die Aussagen gelten für alle Anforderungen bei einem Signifikanzniveau von $\alpha = 0,05$ –was einen ersten Hinweis in Richtung einer Nicht-Ablehnung der Hypothese IV.3¹⁰⁶³ liefert.

¹⁰⁶³ Hypothese IV.3: Mathematische/ statistische Methoden kommen im Zuge der Investitionsentscheidung mehrheitlich nur in begrenztem Umfang zum Einsatz.

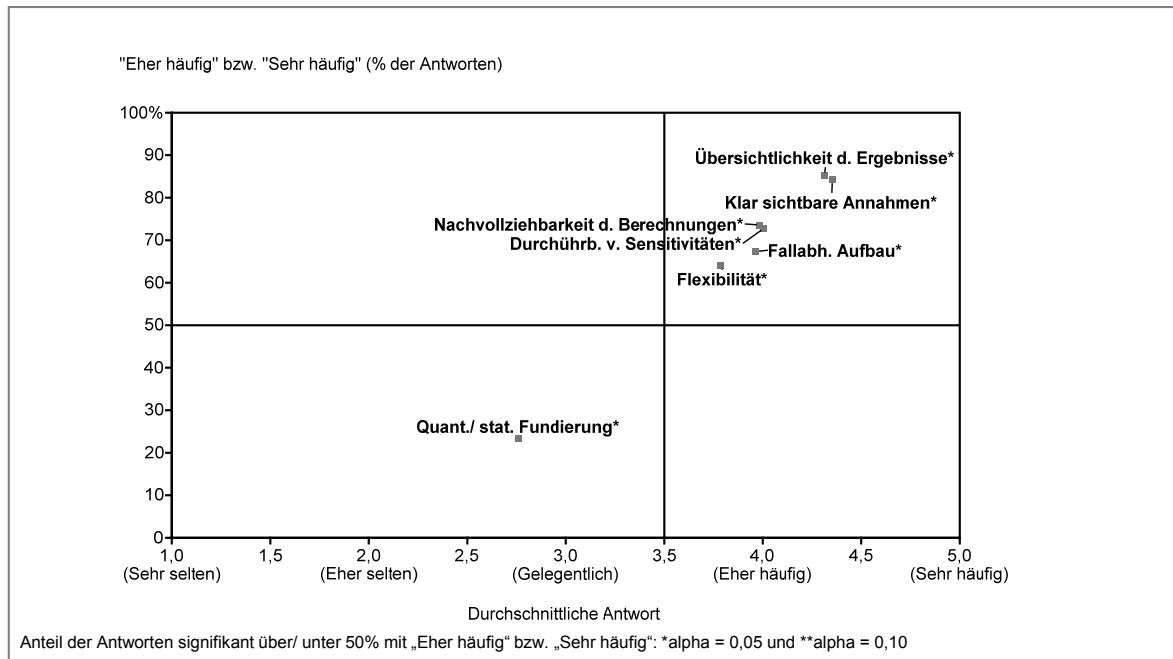


Abbildung 37: Frage 9 – Wie häufig erfüllen Modelle in Ihrem Arbeitsalltag die folgenden Anforderungen? ¹⁰⁶⁴

Wichtigkeit von Informationsquellen

Informationen –qualitativer wie quantitativer Natur- sind die wesentliche Grundlage von Investitionsentscheidungen, ihre Ausprägungen bestimmen nach entsprechender Verarbeitung den Zustandsraum bezüglich der zu erwartenden Vorteilhaftigkeit einer Investition. Bezogen auf die Investitionsentscheidung rund um den Kauf eines Unternehmens durch Finanzinvestoren ist eine ganze Breite von Informationsquellen relevant, wie der Blick auf die nächste Frage zeigt (Abbildung 38). Am wichtigsten bewerten die Teilnehmer Managementinterviews und den Datenraum als Informationsquelle, gefolgt von der Befragung von Branchenexperten und Kunden sowie dem Managementplan. Erst danach folgen externe/ interne Marktstudien, Vertriebsinterviews sowie Wettbewerber- und Zuliefererbefragungen.¹⁰⁶⁵ Die Wichtigkeit, Vertrieb und Zulieferer im Rahmen einer Due Diligence zu befragen, hängt sicherlich vom jeweiligen Zielunternehmen ab –so hat nicht jedes Unternehmen notwendigerweise Zulieferer, die direkt mit dessen Geschäftsmodell verbunden sind (z.B. Finanzdienstleistungen). Die bisher genannten Informationsquellen wurden bei einem Signifi-

¹⁰⁶⁴ Eigene Darstellung. Die vollständig ausformulierten Variablenbezeichnungen finden sich im Fragebogen in Anhang 1 bei der entsprechenden Frage.

¹⁰⁶⁵ Bei der Kontaktierung und Befragung von Marktteilnehmern müssen die handelnden Personen bestimmte Compliance-Vorschriften einhalten.

kanzniveau von $\alpha = 0,05$ mehrheitlich als ‚eher wichtig‘ bzw. ‚sehr wichtig‘ eingestuft. Volkswirtschaftliche Daten (makroökonomische Daten & Indikatoren) und Verkäuferinformationen (Information Memorandum & Vendor Due Diligence) werden in den meisten Fällen als bestenfalls teilweise wichtig erachtet und spielen mehrheitlich keine ‚eher wichtige‘ oder ‚wichtige‘ Rolle. Für das Information Memorandum gilt die festgestellte Aussage bei einem Signifikanzniveau von $\alpha = 0,10$, für die Vendor-DD und die volkswirtschaftlichen Daten gilt das Signifikanzniveau von $\alpha = 0,05$. Während die Bedeutung volkswirtschaftlicher Daten für die notwendigen Analysen bei der Investitionsentscheidung wiederum fallabhängig sein mag, passt die Bewertung der Verkäuferangaben zu deren wahrgenommen niedriger Qualität in den zuvor untersuchten Fragestellungen. Auch an dieser Stelle ist die Hypothese II.1¹⁰⁶⁶ nicht abzulehnen: Verkäuferangaben haben selbst bei der sehr konkreten Frage nach der Wichtigkeit als Informationsquelle für die Investitionsentscheidung mehrheitlich keinen ‚eher wichtigen‘ bis ‚sehr wichtigen‘ Stellenwert, insbesondere im Vergleich zu Informationsquellen, die der Käufer im Zuge der Due Diligence selbst heranzieht. Die immerhin zum Teil vorhandene Wichtigkeit der Verkäuferangaben lässt sich wie zuvor eben damit begründen, dass diese eine Ausgangslage bzw. ein Referenzwert für die im Rahmen der Due Diligence erfolgten Anpassungen darstellen und somit auch der Quantifizierung von Unternehmenswertkorrekturen dienen kann.

¹⁰⁶⁶ Hypothese II.1: Der von der Verkäuferseite bereitgestellten Entscheidungsgrundlage (insbesondere Vendor Due Diligence) wird ein begrenzter Stellenwert –vor allem im Vergleich zu käuferseitig durchgeführten Due Diligence Gutachten und anderen Informationsquellen- beigemessen.

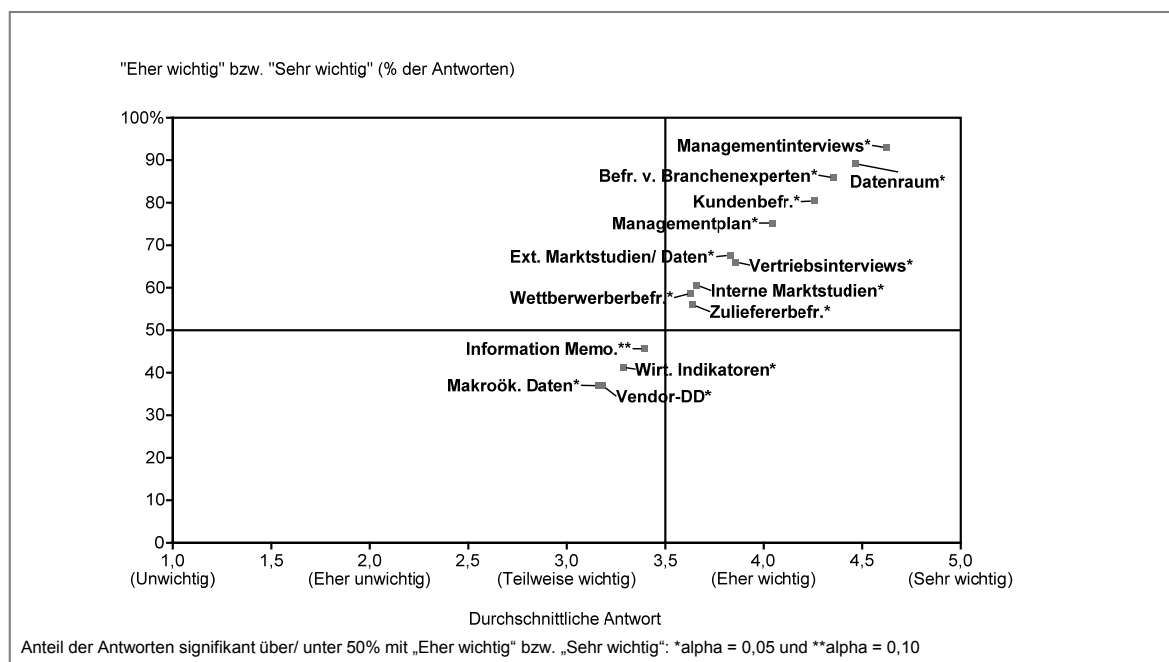


Abbildung 38: Frage 10 – Wie wichtig sind Ihrer Meinung nach folgende Informationsquellen für die Investitionsentscheidung? ¹⁰⁶⁷

Auswahlkriterien für externe Informationsquellen

Viele Informationen, die Finanzinvestoren und deren Berater im Verlauf einer Due Diligence verwenden, werden von außen hinzugezogen, insofern beschäftigt sich die nächste Frage mit der Wichtigkeit von Kriterien, die bei der Auswahl von externen Informationen als wichtig erachtet werden (siehe Abbildung 39). Hier zeigt sich eine deutliche Zweiteilung: Reputation des Anbieters, die verwendeten Datenquellen sowie Art/ Umfang der verwendeten Daten werden mehrheitlich als ‚eher wichtig‘ bzw. ‚sehr wichtig‘ erachtet (Signifikanzniveau $\alpha = 0,05$). Dagegen wurde Kosten/ Preis, eingesetzten quantitativen/ statistischen Methoden sowie die Notwendigkeit einer Anbietervielfalt mehrheitlich keine ‚eher wichtige‘ bis ‚sehr wichtige‘ Stellung beigemessen ($\alpha = 0,05$). Sie sind im Schnitt nur mit einer teilweise vorhandenen Wichtigkeit versehen.

Reputationseffekte –eine bedeutende Determinante für ‚Signalling‘- spielen insofern eine hohe Rolle, weil sie als vereinfachte Bewertung einer Datenquelle dienen, deren inhaltliche und methodische Fundierung für den jeweiligen Informationsbezieher

¹⁰⁶⁷ Eigene Darstellung. Die vollständig ausformulierten Variablenbezeichnungen finden sich im Fragebogen in Anhang 1 bei der entsprechenden Frage.

nicht so einfach von außen einzuschätzen ist. Im Kontext der Reputation einer Datenquelle sei ebenso erwähnt, dass die Akzeptanz einer Datenquelle für die Gewichtung der aus ihr gezogenen Schlussfolgerungen oder Argumente von nicht zu vernachlässigender Bedeutung ist. Die verwendeten Datenquellen sowie Art und Umfang der verwendeten Daten sind leichter nachzuvollziehen und spielen bei der Bewertung eine ebenfalls entsprechend hohe Rolle: Die Qualität einer Datenbasis macht die wesentliche Grundlage für die mit dieser durchgeführten Analysen aus – die Auswertungen können nicht zuverlässiger sein als die in diese eingehende Informationen. Anbietervielfalt als solche ist nicht als Selbstzweck zu betrachten. Zwar gehört es zu den ‚Hausaufgaben‘ bei einer Due Diligence, die verschiedenen ‚anerkannten‘ Datenquellen (Reputation) zu berücksichtigen, deren Angaben mit einer Vielfalt beliebig wertiger Informationen zu ergänzen oder gar zu verwässern, kann jedoch nicht zielführend sein. Wenn es für eine bestimmte Branche nur eine begrenzte Anzahl an als zuverlässig einzustufenden Informationsquellen gibt, werden sich die Entscheider eben auf diese beschränken (müssen).

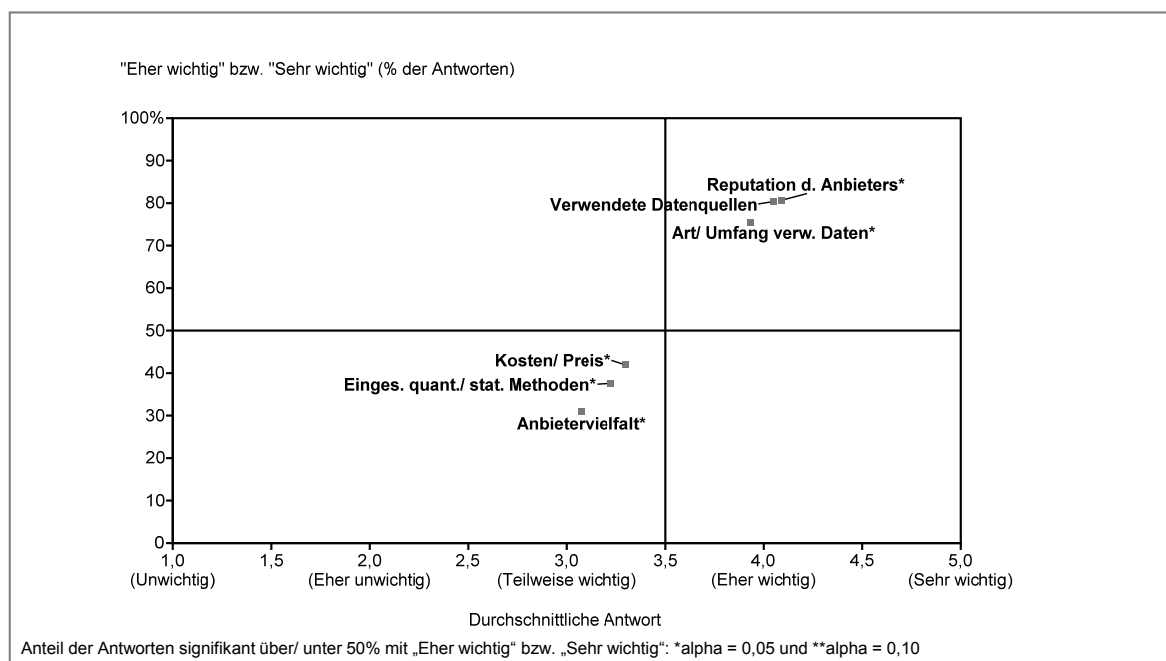


Abbildung 39: Frage 11 – Wie wichtig sind Ihnen folgende Kriterien bei extern bezogenen/ zugekauften Informationen/ Daten/ Prognosen (z.B. makroökonomische Daten, Marktstudien)? ¹⁰⁶⁸

¹⁰⁶⁸ Eigene Darstellung. Die vollständig ausformulierten Variablenbezeichnungen finden sich im Fragebogen in Anhang 1 bei der entsprechenden Frage.

Auswahlkriterien für externe Berater

Verschiedenste externe Berater wie Investmentbanker, Unternehmensberater, Wirtschaftsprüfer oder Anwälte werden von Private Equity Gesellschaften für die Investitionsentscheidung regelmäßig hinzugezogen. Sie koordinieren z.B. die Transaktion, beraten bei einzelnen Fragestellungen, bereiten ganze Due Diligence Gutachten¹⁰⁶⁹ vor oder führen die Unternehmensbewertung mitunter durch. Wie in Abschnitt 4.1 erwähnt, dient deren Hinzunahme (ggf. als neutrale Dritte) beispielsweise dem Abbau von Informationsasymmetrien, der Gewinnung von externem Fach- und Branchenwissen oder der Objektivierung von Auswertungen und Zahlen, die in die Kaufpreis- und Finanzierungsverhandlungen mit einbezogen werden. Vor diesem Hintergrund steht die Glaubwürdigkeit der Berater im Zentrum der Befragungsteilnehmer in Bezug auf spezifisches Branchenwissen, die Qualität der bisherigen Zusammenarbeit, Reputation¹⁰⁷⁰ oder Private Equity Erfahrung (siehe Abbildung 40). Mit der Qualität der bisherigen Zusammenarbeit geht auch die Nachfrage nach spezifischen Mitarbeitern/ Personen teilweise einher. So beschreibt ein Teilnehmer im Kommentarfeld zu dieser Fragestellung:

„As an example, you do not choose McKinsey, but an individual there that you know and trust. Whether it is McKinsey or Bain does not matter.“

Aufgrund der oftmals gegebenen zeitlichen Restriktionen spielen Geschwindigkeit der Mandatsbearbeitung und kurzfristige Verfügbarkeit ebenfalls eine mehrheitlich ‚eher wichtige‘ bis ‚sehr wichtige‘ Rolle. Nur teilweise wichtig sind wiederum Kosten/ Preis bzw. die Honorarstruktur externer Berater (z.B. fix oder variabel) sowie deren Methodik bzw. Vorgehensweise. Qualität steht auch hier grundsätzlich über dem Preis und die Methodik wird bei entsprechend positiver eigener Erfahrung mit dem Berater bzw. entsprechender Reputation nicht mehr grundsätzlich hinterfragt. Ein regelmäßiger Beraterwechsel erscheint für über 80 Prozent der Befragten insgesamt nur teilweise bis weniger wichtig, was konsistent mit der Priorität der Qualität der bisherigen Zusammenarbeit erscheint. Externe Berater haben demnach das Potenti-

¹⁰⁶⁹ So schreibt einer der Befragten im Kommentarfeld *„Hired consultants in due diligence are also very important.“*

¹⁰⁷⁰ Mit Blick auf die Glaubwürdigkeit der getroffenen Schlussfolgerungen gilt für die Bedeutung von Reputation ähnliches wie bei der Reputation von Datenquellen.

al, basierend auf wiederkehrend qualitativ hochwertiger Arbeit langfristige Kundenbeziehungen zu Private Equity Gesellschaften aufzubauen. Auch spielt ‚Signaling‘ als Zeichen der –von außen nicht unmittelbar erkennbaren- Qualität in dieser Branche eine wichtige Rolle. Bei der Honorarstruktur des externen Beraters dürfte der Interessensausgleich zwischen externem Berater und Finanzinvestor relevant sein. So wäre kein an einen hohen Kaufpreis oder den Kauf des Zielunternehmens gebundenes Honorar für externe Berater auf der Käuferseite anzuraten bzw. gerade ein solches für den externen Berater auf der Verkäuferseite empfehlenswert. Alle mehrheitlichen Aussagen in Abbildung 40 gelten bei einem Signifikanzniveau von $\alpha = 0,05$.

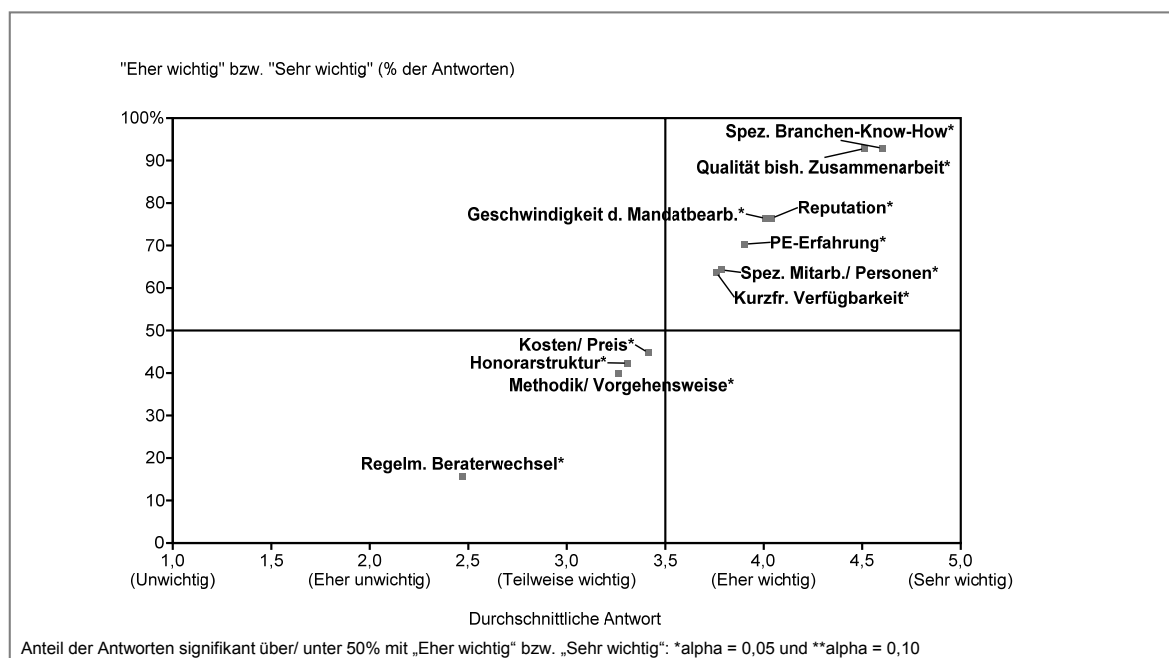


Abbildung 40: Frage 12 – Worauf achten Sie bei der Wahl externer Berater (v.a. Unternehmensberatungen, Investmentbanken, Anwälte)?¹⁰⁷¹

Expertenwissen im Vergleich zum Ergebnis quantitativer Modelle

Das Wissen von Experten, seien es externe Berater, Branchenkenner oder andere Personen mit entsprechendem Erfahrungshintergrund und Wissenszugang, ist –wie sich zuvor bereits herausgestellt hat- eine wichtige Quelle bei der Informationsbeschaffung im Rahmen einer Due Diligence. Private Equity Unternehmen rekrutieren

¹⁰⁷¹ Eigene Darstellung. Die vollständig ausformulierten Variablenbezeichnungen finden sich im Fragebogen in Anhang 1 bei der entsprechenden Frage.

neben Beratungsgesellschaften für ihre Transaktionen je nach Größe und Komplexität teilweise bis zu ganzen (exklusiv für sie arbeitende) Teams an Branchenspezialisten. Dabei stellt sich die Frage, welche Rolle eben dieses Expertenwissen im Vergleich zu den Ergebnissen quantitativer Modelle bei der Investitionsentscheidung hat (Abbildung 41). In erster Linie scheint Expertenwissen mehrheitlich der Validierung von Modellannahmen und als Input für quantitative Modelle zu dienen, womit die informationsverarbeitende Funktion quantitativer Modelle wiederum im Vordergrund steht ($\alpha = 0,05$). Darüber hinaus misst die Mehrheit dem Expertenwissen eine wichtigere Rolle als den Ergebnissen quantitativer Modelle bei ($\alpha = 0,05$). Je nach Situation kann das Wissen von Experten gerade bei ‚Red Flags‘ (z.B. über Vertriebskanäle, Produktrends, Eintrittsbarrieren, Markt- und Wettbewerbsentwicklung, Abhängigkeiten usw.) für die Investition weitaus bedeutender sein als die Ergebnisse aus den reinen Berechnungen. Dennoch wird das Expertenwissen nicht als Ersatz für quantitative Arbeit gesehen, vielmehr scheint eine teilweise wechselseitige Ergänzung von Expertenwissen und quantitativen Modellen zu bestehen. Das Eine ergänzt das Andere.¹⁰⁷² Dabei findet die Ergänzung des Expertenwissens durch quantitative Modelle eine etwas größere Mehrheit als die umgekehrte Betrachtung ($\alpha = 0,05$). Weniger Zustimmung erfuhren eine Gewichtung des Expertenwissens abhängig von der Qualität quantitativer Modelle sowie die Funktion des Expertenwissens als Kalibrierung der Ergebnisse quantitativer Modelle ($\alpha = 0,05$). Verbunden mit der Validierung von Annahmen und der Inputfunktion des Expertenwissens lässt letzteres den Schluss zu, dass die ‚Mechanik‘ quantitativer Modelle weniger infrage zu stehen scheint, sondern die Qualität der darin eingehenden Informationen. Bezogen auf die Hypothesen VI.1¹⁰⁷³ und VI.2¹⁰⁷⁴ lässt sich aus den hier gewonnenen Erkenntnissen bereits ein erster –wenn auch kleiner- mehrheitlich bestätigender Hinweis schlussfolgern.¹⁰⁷⁵

¹⁰⁷² Die Antworten auf die beiden Variablen weisen keine negative Korrelation auf, sondern sogar eine leicht positive und signifikante Korrelation von 0,133 ($\alpha=0,05$).

¹⁰⁷³ Hypothese VI.1: Quantitative Faktoren haben bei der Investitionsentscheidung eine geringere Gewichtung als ‚weiche‘ Faktoren (z.B. Erfahrung, Expertenwissen).

¹⁰⁷⁴ Hypothese VI.2: Bei der Investitionsentscheidung stehen nicht quantitative greifbare Faktoren im Vordergrund.

¹⁰⁷⁵ Die Hypothesen VI.1 und VI.2 werden in einer gesonderten Fragestellung explizit behandelt (siehe weiterer Verlauf dieses Abschnitts).

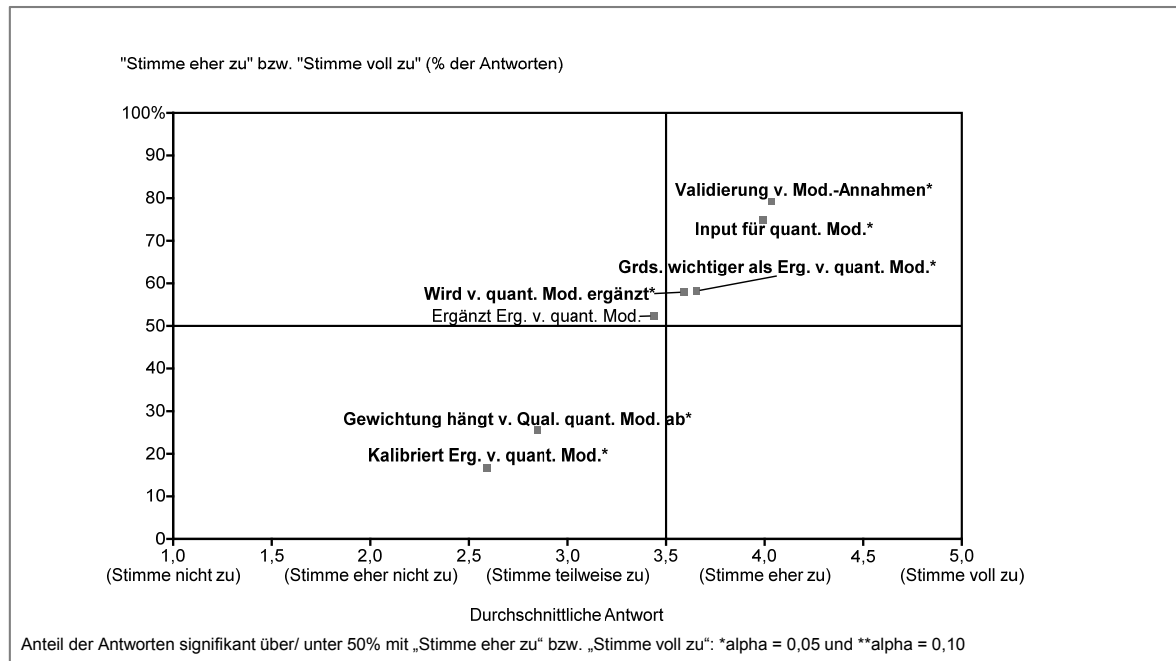


Abbildung 41: Frage 13 – Wie bewerten Sie die Ergebnisse quantitativer Modelle im Vergleich zu Expertenwissen bzw. Einschätzung von Experten (z.B. Branchenexperten und Erfahrungswerte)?¹⁰⁷⁶

Umgang mit unterschiedlichen Expertenangaben

Expertenwissen und Expertenmeinungen stimmen in der Wirklichkeit nicht immer überein, es können sogar völlig konträre Informationen im Raum stehen. Die folgende Frage sucht eine Antwort darauf, wie Private Equity Experten mit dieser Situation umgehen und behandelt folgende grundsätzliche Handlungsmöglichkeiten:

- Abgleich mit anderen Datenquellen
- Einfache Durchschnittsbildung
- Gewichtete Durchschnittsbildung
- Verwenden einer Verteilung von Antworten
- Befragung weiterer Experten
- Erneute Befragung der gleichen Experten zur Kalibrierung (z.B. wie bei DELPHI-Methode)

Die Antworten diesbezüglich fallen recht eindeutig aus (siehe Abbildung 42): In erster Linie werden die vorhandenen Angaben mit weiteren Datenquellen oder mit der

¹⁰⁷⁶ Eigene Darstellung. Die vollständig ausformulierten Variablenbezeichnungen finden sich im Fragebogen in Anhang 1 bei der entsprechenden Frage.

Befragung weiterer Experten verifiziert oder falsifiziert ($\alpha = 0,05$), mehrheitlich wird keine Verteilung aus den verschiedenen Antworten gebildet, was ein mathematisch-statistischer Ansatz wäre ($\alpha = 0,05$). Auch Durchschnittswerte über alle erhaltenen Antworten, egal ob einfach oder gewichtet, kommen mehrheitlich nur selten bis gelegentlich zum Einsatz ($\alpha = 0,05$). Ebenfalls mehrheitlich eher weniger vorzutreffen ist die erneute Befragung derselben Experten zur Kalibrierung ihrer ursprünglichen Angaben ($\alpha = 0,05$). Nachdem Experteninterviews oftmals sehr viel Geld kosten, wird der finanzielle Aufwand lieber in das Gespräch mit einem neuen Experten zu Verifizierung investiert, als in ein Gespräch mit einem bereits befragten Experten, das im Zweifel wenig Änderungen an den Angaben und eine begrenzte Trennung ‚guter‘ von ‚zweifelhaften‘ Informationen verspricht. Es geht also in erster Linie darum, potentiell ‚fehlerhafte‘ bzw. ‚unwahrscheinliche‘ Informationen bzw. ‚Ausreißer-Informationen‘ herauszufiltern, statt alle erhaltenen Antworten in irgendeiner Form quantitativ zu verwenden –mit anderen Worten, es scheint eine Präferenz für die glaubhaft zu erwartende Entwicklung zu geben bzw. es findet eine klare Filtrierung der erhaltenen Informationen statt.

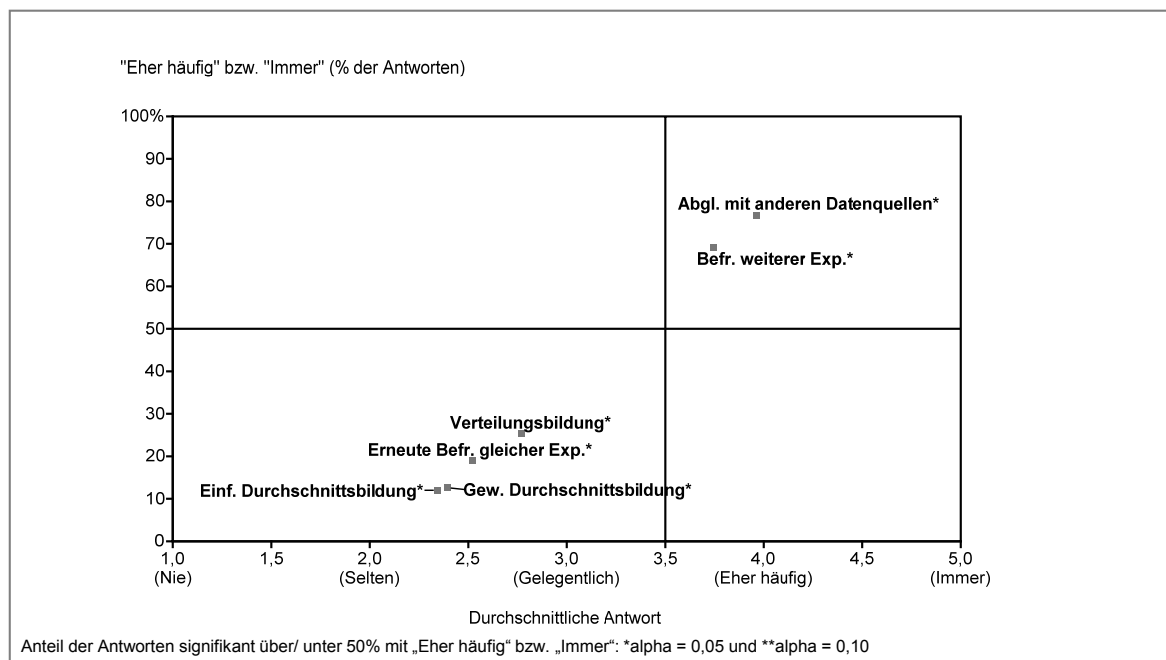


Abbildung 42: Frage 14 – Wie gehen Sie mit voneinander abweichenden Expertenangaben um? ¹⁰⁷⁷

¹⁰⁷⁷ Eigene Darstellung. Die vollständig ausformulierten Variablenbezeichnungen finden sich im Fragebogen in Anhang 1 bei der entsprechenden Frage.

Einsatz quantitativer und qualitativer Methoden bei Private Equity Transaktionen

Einsatz von Modellierungen

Die erste Frage zum Einsatz quantitativer Modelle beschäftigt sich mit den verschiedenen möglichen Modellierungen im Rahmen einer Transaktionsentscheidung (siehe Abbildung 43). Modellierungen wie zur Gewinn- und Verlustrechnung, zu Zahlungsströmen oder zur Marktentwicklung gehören zum quantitativen ‚Grundhandwerk‘ bei einer Due Diligence und kommen dementsprechend mehrheitlich ‚eher häufig‘ bis ‚immer‘ vor ($\alpha = 0,05$). Auch der Vergleich des Zielunternehmens mit anderen vergleichbaren Unternehmen (Benchmarking), z.B. bezüglich Wachstum, Preisen, Kosten oder Profitabilität, gehört zu den regelmäßigen Analysen, die für die Bewertung des Zielunternehmens mehrheitlich herangezogen werden ($\alpha = 0,05$). Nachdem die künftige Entwicklung der entscheidungsrelevanten Größen nicht punktuell zu prognostizieren ist, spielen Szenarien eine sehr große Rolle, v.a. zum Verständnis über die Auswirkung der best- und schlechtestmöglichen zukünftigen Entwicklung im Vergleich zur erwarteten Entwicklung, auch ‚Base Case‘ genannt. Die mehrheitliche Häufigkeit in der Verwendung von Szenarien ($\alpha = 0,05$) deckt sich mit den zuvor beschriebenen Erkenntnissen zur Rolle quantitativer Modelle. Treiberbäume eignen sich vor allem für die Quantifizierung von Marktvolumina und deren Entwicklung, ihr Einsatz wird allerdings nur gelegentlich beobachtet – sie sind nicht immer notwendig bzw. die dafür notwendige Datengrundlage steht nicht immer zur Verfügung. Für die Verwendung von Treiberbäumen ist keine mehrheitliche Aussage möglich. Portfoliomodellierungen haben keinen mehrheitlichen Einsatz ($\alpha = 0,05$), diese erfordern auch den methodisch höchsten Aufwand, sowohl bzgl. der Datenbeschaffung als auch bzgl. der mathematisch-statistischen Konzeptionierung. Aus den Antworten wurde an dieser Stelle abschließend eine Hilfsvariable ‚Einsatz Modellierungen (Maximum)‘- gebildet, welche aus dem Maximalwert der Häufigkeitsangaben über die Modellierungen besteht. Das Ergebnis ist eindeutig ($\alpha = 0,05$): Mindestens eine der aufgeführten Modellierungen kommt mehrheitlich nahezu immer zum

Einsatz. Hypothese IV.1¹⁰⁷⁸ ist für folgende Modellierungen nicht abzulehnen: Grundsätzlicher Einsatz von Modellierungen und spezifischer Einsatz allgemeiner Modellierungen (z.B. GuV, Cash Flow, Markt), Szenarien und Benchmarks. Die Hypothese ist abzulehnen für den Einsatz von Treiberbäumen und Portfoliomodellierungen.

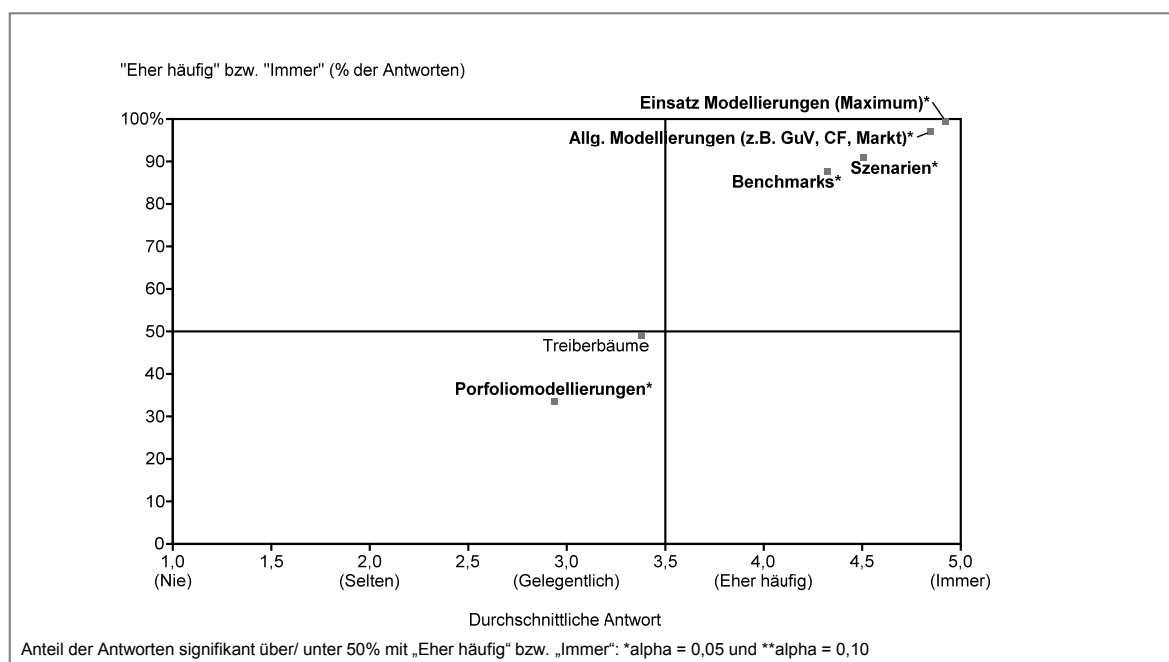


Abbildung 43: Frage 15 – Wie häufig werden aus Ihrer Erfahrung folgende Modellierungen bei der Investitionsentscheidung/ Due Diligence eingesetzt? ¹⁰⁷⁹

Einsatz von Bewertungsverfahren

Ebenso wie Modellierungen sind Bewertungsverfahren ein fester quantitativer Bestandteil der Investitionsentscheidung, insofern ist das Untersuchungsergebnis für Hypothese IV.2¹⁰⁸⁰ fast schon von vorne herein zu erwarten. Deshalb kommt es hier weniger darauf an, ob Unternehmensbewertungsverfahren zum Einsatz kommen, sondern vielmehr darauf, welche es sind (siehe Abbildung 44). Nachdem hier bedeutende Unterschiede nach Unternehmensart vermutet werden, wird auf diese Frage im weiteren Verlauf eingegangen. Über alle Teilnehmer gemittelt zeigt sich, dass

¹⁰⁷⁸ Hypothese IV.1: Modellierungen (z.B. Szenarien, GuV, Cash Flow, Markt) und Unternehmensbewertungsverfahren kommen bei Private Equity Transaktionen mehrheitlich immer zum Einsatz.

¹⁰⁷⁹ Eigene Darstellung. Die vollständig ausformulierten Variablenbezeichnungen finden sich im Fragebogen in Anhang 1 bei der entsprechenden Frage.

¹⁰⁸⁰ Hypothese IV.2: Unternehmensbewertungsverfahren kommen bei Private Equity Transaktionen mehrheitlich immer zum Einsatz.

mehrheitlich vor allem marktorientierte Multiples sowie Renditemodellierungen¹⁰⁸¹, LBO-Modelle und Discounted Cash Flow Verfahren die gängige Private Equity Praxis sind ($\alpha = 0,05$). Nur teilweise relevant sind Ertragswertverfahren (keine mehrheitliche Aussage möglich) sowie Zerschlagungswerte oder Substanz- bzw. Liquidationswert, die eher in speziellen Situationen zum Einsatz kommen ($\alpha = 0,05$). Auch das bekannte und auf statistischen Methoden basierende Capital Asset Pricing Model (CAPM) findet keine mehrheitlich ‚eher häufige‘ bis ‚häufige‘ Anwendung ($\alpha = 0,05$). Die Verwendung von ebenfalls statistisch basierten Optionsbewertungsverfahren wäre im Rahmen von Mezzanine Finanzierung denkbar, sie spielen jedoch eine mehrheitlich untergeordnete Rolle ($\alpha = 0,05$). Analog zur vorherigen Frage nach dem Einsatz von Modellierungen wurde hier die Hilfsvariable ‚Einsatz Bewertungsverfahren (Maximum)‘ gebildet, die hier ebenfalls zu einem mehrheitlich ‚eher häufigen‘ bzw. ‚immer‘ stattfindenden Einsatz von Unternehmensbewertungsverfahren zeigt ($\alpha = 0,05$).

Zusammenfassend ist Hypothese II.2 –an dieser Stelle erwartungsgemäß– nicht abzulehnen, lediglich einzelne Bewertungsverfahren sind nicht der ständige Bestandteil der Private Equity Praxis. Auch hier handelt es sich neben Bewertungsverfahren für spezielle Situationen wiederum um Verfahren mit einer starken mathematisch-statistischen Ausprägung. Ein zu den zuvor untersuchten Modellierungen so ähnlich ausfallendes Ergebnis erweist sich von daher als logisch, sind Modellierungen (v.a. wie GuV, Bilanz, Markt und Cash Flows) doch wesentliche Eingangsparameter bzw. Bestandteile der eigentlichen Unternehmensbewertungsverfahren, sie gehen also mit diesen einher.

¹⁰⁸¹ Die übergreifend hohe Bedeutung von Renditemodellierungen überrascht wenig vor dem Hintergrund des Private Equity Geschäftsmodells. So hat ein Gesprächspartner in den Hintergrundinterviews sehr deutlich gemacht, dass vor allem der Einfluss verschiedener Inputparameter und Annahmen auf die Rendite beim eingesetzten Kapital eine wesentliche Rolle bei der Investitionsentscheidung spielen.

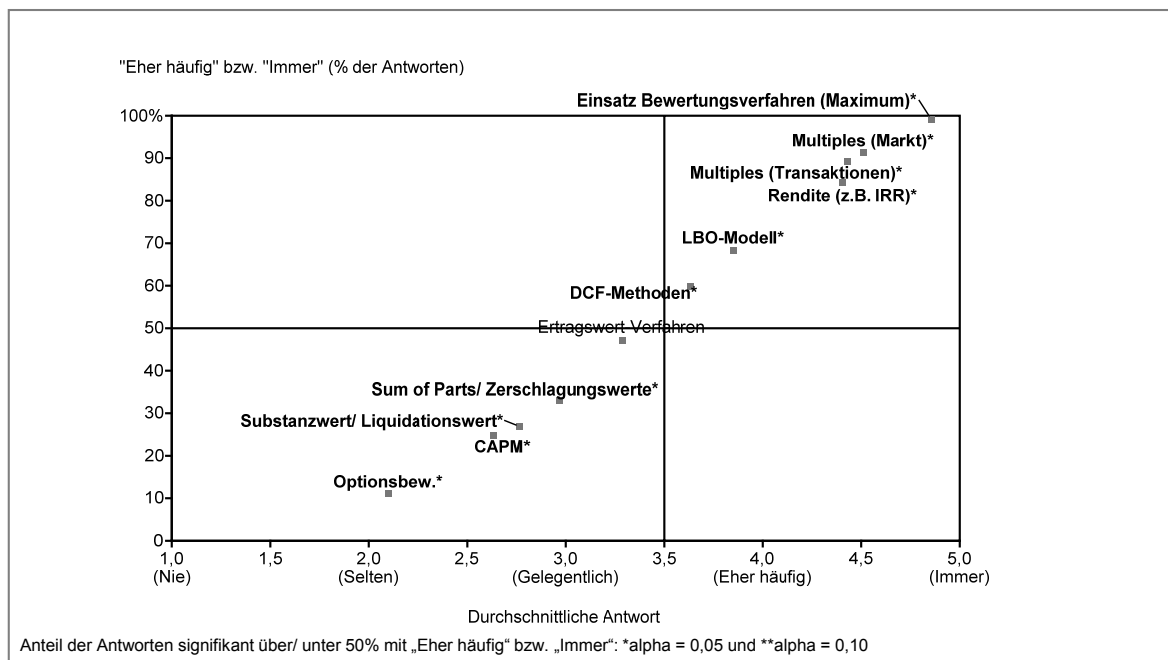


Abbildung 44: Frage 16 – Wie häufig werden aus Ihrer Erfahrung folgende Bewertungsverfahren bei der Investitionsentscheidung/ Due Dilligence eingesetzt?¹⁰⁸²

Einsatz statistischer Methoden

Kongruent mit den vorherigen Antworten (z.B. seltene bis gelegentliche quantitative/ statistische Fundierung von quantitativen Modellen) werden mathematisch-statistische Verfahren insgesamt mehrheitlich nur wenig angewandt (siehe Abbildung 45). Lediglich ‚einfachere‘ statistische Verfahren –zu denen in dieser Befragung Korrelationsanalyse, Varianzanalyse und die Regression als Beispiele aufgezählt wurden- finden eine zum Teil noch gelegentliche Anwendung, wie z.B. bei der Auswertung breiterer Befragungen oder bei der Verwendung volkswirtschaftlicher Daten in Treiberbäumen. Für alle aufgeführten Verfahren sowie für die zu den vorherigen Fragen methodisch analoge Hilfsvariable ‚Einsatz statistischer Methoden (Maximum)‘ gibt es keinen mehrheitlich ‚eher häufigen‘ bis ‚immer‘ stattfindenden Einsatz (alpha = 0,05). Umgekehrt betrachtet, sind statistische Methoden auch nicht vollständig aus der Private Equity Praxis verbannt, sie werden wohl eher in speziel-

¹⁰⁸² Eigene Darstellung. Die vollständig ausformulierten Variablenbezeichnungen finden sich im Fragebogen in Anhang 1 bei der entsprechenden Frage.

len Situationen oder für ausgewählte Fragestellungen eingesetzt. Hypothese IV.3¹⁰⁸³ ist für alle behandelten Variablen in dieser Frage nicht abzulehnen.

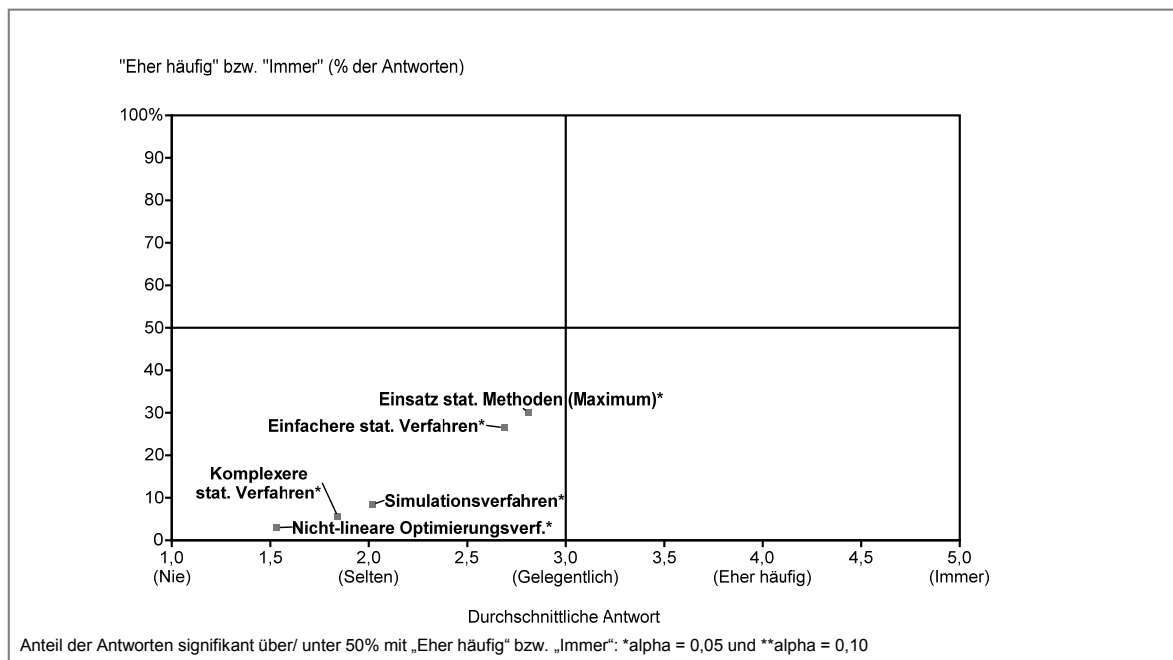


Abbildung 45: Frage 17 – Wie häufig werden aus Ihrer Erfahrung folgende statistische Methoden bei der Investitionsentscheidung/ Due Diligence eingesetzt?¹⁰⁸⁴

Unterschiede im Einsatz quantitativer Methoden nach Unternehmensart

Bezüglich des Einsatzes quantitativer Methoden wurde in Hypothese IV.5¹⁰⁸⁵ ein Unterschied zwischen den Unternehmensarten postuliert, welcher an dieser Stelle varianzanalytisch untersucht werden soll.¹⁰⁸⁶ Nachdem die Einteilung der Befragung lediglich nach dem Kriterium ‚Unternehmensart‘ erfolgt und der Einsatz quantitativer Methoden insgesamt 22 Variablen betrifft, kommt prinzipiell eine einfaktorielle multivariate Varianzanalyse zur Untersuchung in Frage. Im Unterschied zu einfachen paarweisen Mittelwertvergleichen über die Unternehmensarten und jeweils abgefragten quantitativen Methoden lässt sich mit der Varianzanalyse das Signifikanzniveau

¹⁰⁸³ Mathematische/ statistische Methoden kommen im Zuge der Investitionsentscheidung nur in begrenztem Umfang zum Einsatz. Die vollständig ausformulierten Variablenbezeichnungen finden sich im Fragebogen in Anhang 1 bei der entsprechenden Frage.

¹⁰⁸⁴ Eigene Darstellung. Die vollständig ausformulierten Variablenbezeichnungen finden sich im Fragebogen in Anhang 1 bei der entsprechenden Frage.

¹⁰⁸⁵ Hypothese IV.5: Der Einsatz von quantitativen Methoden unterscheidet sich signifikant zwischen den verschiedenen Unternehmensarten (Venture Capital, Buyout, Unternehmensberatung, Investmentbank).

¹⁰⁸⁶ Ausführlichere Ausführungen zum Thema Varianzanalyse finden sich z.B. in Backhaus et al. (2010) oder Hatzinger und Nagel (2013).

einhalten.¹⁰⁸⁷ Als Voraussetzung hierfür müssen die Teilstichproben voneinander unabhängig sein und für die untersuchten abhängigen Variablen muss die Annahme der Normalverteilung und der Varianzhomogenität der Residuen gelten.¹⁰⁸⁸ Aufgrund der gewählten Erhebungsmethode kann von unabhängigen Gruppen innerhalb der Stichprobe ausgegangen werden. Die Normalverteilungsannahme ist jedoch für keine der erhobenen Variablen zum Einsatz quantitativer Methoden erfüllt, wie das Ergebnis des Kolmogorov-Smirnov-Tests in Tabelle 9 zeigt.

¹⁰⁸⁷ Vgl. Hatzinger und Nagel (2013), S. 276.

¹⁰⁸⁸ Vgl. Hatzinger und Nagel (2013), S. 278 f., S. 281.

Hypothesis Test Summary				
	Null Hypothesis	Test	Sig.	Decision
1	The distribution of Einsatz Modellierungen - allg. Mod. (z.B. GuV, CF, Markt) is normal with mean 4,846 and standard deviation 0,47.	One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test	,000 ¹	Reject the null hypothesis.
2	The distribution of Einsatz Modellierungen - Benchmarks is normal with mean 4,323 and standard deviation 0,74.	One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test	,000 ¹	Reject the null hypothesis.
3	The distribution of Einsatz Modellierungen - Treiberbäume is normal with mean 3,378 and standard deviation 1,07.	One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test	,000 ¹	Reject the null hypothesis.
4	The distribution of Einsatz Modellierungen - Szenarien is normal with mean 4,507 and standard deviation 0,70.	One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test	,000 ¹	Reject the null hypothesis.
5	The distribution of Einsatz Modellierungen - Porfoliomodellierungen is normal with mean 2,938 and standard deviation 1,22.	One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test	,000 ¹	Reject the null hypothesis.
6	The distribution of Einsatz Modellierungen (Max) is normal with mean 4,923 and standard deviation 0,29.	One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test	,000 ¹	Reject the null hypothesis.
7	The distribution of Einsatz Bewertungsverfahren - LBO-Modell is normal with mean 3,851 and standard deviation 1,36.	One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test	,000 ¹	Reject the null hypothesis.
8	The distribution of Einsatz Bewertungsverfahren - DCF-Methoden is normal with mean 3,631 and standard deviation 1,28.	One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test	,000 ¹	Reject the null hypothesis.
9	The distribution of Einsatz Bewertungsverfahren - Ertragswert-Verfahren is normal with mean 3,286 and standard deviation 1,21.	One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test	,000 ¹	Reject the null hypothesis.
10	The distribution of Einsatz Bewertungsverfahren - Multiples (Markt) is normal with mean 4,513 and standard deviation 0,77.	One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test	,000 ¹	Reject the null hypothesis.
11	The distribution of Einsatz Bewertungsverfahren - Multiples (Transaktionen) is normal with mean 4,431 and standard deviation 0,81.	One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test	,000 ¹	Reject the null hypothesis.
12	The distribution of Einsatz Bewertungsverfahren - CAPM is normal with mean 2,631 and standard deviation 1,25.	One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test	,000 ¹	Reject the null hypothesis.
13	The distribution of Einsatz Bewertungsverfahren - Sum of Parts/ Zerschlagungswerte is normal with mean 2,370 and standard deviation 1,11.	One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test	,000 ¹	Reject the null hypothesis.
14	The distribution of Einsatz Bewertungsverfahren - Substanzwert/ Liquidationswert is normal with mean 2,768 and standard deviation 1,21.	One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test	,000 ¹	Reject the null hypothesis.
15	The distribution of Einsatz Bewertungsverfahren - Optionsbew. is normal with mean 2,059 and standard deviation 1,03.	One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test	,000 ¹	Reject the null hypothesis.
16	The distribution of Einsatz Bewertungsverfahren - Rendite (z.B. IRR) is normal with mean 4,406 and standard deviation 0,93.	One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test	,000 ¹	Reject the null hypothesis.
17	The distribution of Einsatz Bewertungsverfahren (Max) is normal with mean 4,856 and standard deviation 0,38.	One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test	,000 ¹	Reject the null hypothesis.
18	The distribution of Einsatz stat. Meth. - einf. Verfahren is normal with mean 2,687 and standard deviation 1,15.	One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test	,000 ¹	Reject the null hypothesis.
19	The distribution of Einsatz stat. Meth. - kompl. Verfahren is normal with mean 1,843 and standard deviation 0,92.	One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test	,000 ¹	Reject the null hypothesis.
20	The distribution of Einsatz stat. Meth. - Simulationsverfahren is normal with mean 2,017 and standard deviation 0,97.	One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test	,000 ¹	Reject the null hypothesis.
21	The distribution of Einsatz stat. Meth. - Nicht-lin. Optimierungsverf. is normal with mean 1,533 and standard deviation 0,77.	One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test	,000 ¹	Reject the null hypothesis.
22	The distribution of Einsatz stat. Meth. (Max) is normal with mean 2,810 and standard deviation 1,15.	One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test	,000 ¹	Reject the null hypothesis.

Asymptotic significances are displayed. The significance level is ,05.

¹ Lilliefors Corrected

Tabelle 9: Kolmogorov-Smirnov-Test der Variablen zum Einsatz quantitativer Methoden auf Normalverteilung.¹⁰⁸⁹

¹⁰⁸⁹ SPSS-Ausgabe. Die vollständig ausformulierten Variablenbezeichnungen finden sich im Fragebogen in Anhang 1 (Fragen 15 bis 17).

Auch die Annahme der Varianzhomogenität –geprüft im Rahmen des ‚Levene-Tests‘- führt bei einigen Variablen zu einer Nicht-Ablehnung der Hypothese, dass die Varianzen unterschiedlich sind. Damit kann nicht übergreifend von Varianzhomogenität der Residuen der untersuchten Variablen innerhalb der verschiedenen Unternehmensarten ausgegangen werden (siehe Tabelle 10).

Levene's Test of Equality of Error Variances^a

	F	df1	df2	Sig.
Einsatz Modellierungen - allg. Mod. (z.B. GuV, CF, Markt)	6,805	5	270	,000
Einsatz Modellierungen - Benchmarks	1,055	5	270	,386
Einsatz Modellierungen - Treiberbäume	1,546	5	270	,176
Einsatz Modellierungen - Szenarien	1,598	5	270	,161
Einsatz Modellierungen - Porfoliomodellierungen	1,027	5	270	,402
Einsatz Modellierungen (Max)	3,845	5	270	,002
Einsatz Bewertungsverfahren - LBO-Modell	14,887	5	270	,000
Einsatz Bewertungsverfahren - DCF-Methoden	2,832	5	270	,016
Einsatz Bewertungsverfahren - Ertragswert-Verfahren	2,002	5	270	,079
Einsatz Bewertungsverfahren - Multiples (Markt)	3,864	5	270	,002
Einsatz Bewertungsverfahren - Multiples (Transaktionen)	2,857	5	270	,016
Einsatz Bewertungsverfahren - CAPM	,376	5	270	,865
Einsatz Bewertungsverfahren - Sum of Parts/ Zerschlagungswerte	1,750	5	270	,124
Einsatz Bewertungsverfahren - Substanzwert/ Liquidationswert	2,194	5	270	,055
Einsatz Bewertungsverfahren - Optionsbew.	3,196	5	270	,008
Einsatz Bewertungsverfahren - Rendite (z.B. IRR)	,948	5	270	,451
Einsatz stat. Meth. - einf. Verfahren	16,811	5	270	,000
Einsatz stat. Meth. - kompl. Verfahren	1,502	5	270	,189
Einsatz stat. Meth. - Simulationsverfahren	2,576	5	270	,027
Einsatz stat. Meth. - Nichtlin. Optimierungsverf.	1,913	5	270	,092
Einsatz stat. Meth. (Max)	3,878	5	270	,002
Einsatz stat. Meth. (Max)	2,335	5	270	,042

Tests the null hypothesis that the error variance of the dependent variable is equal across groups.

a. Design: Intercept + UnternArt

Tabelle 10: Levene-Test auf Varianzhomogenität des Einsatzes quantitativer Methoden innerhalb der jeweiligen Unternehmensarten.¹⁰⁹⁰

¹⁰⁹⁰ SPSS-Ausgabe. Die vollständig ausformulierten Variablenbezeichnungen finden sich im Fragebogen in Anhang 1 (Fragen 15 bis 17).

Nachdem an dieser Stelle die notwendigen Voraussetzungen für die Durchführung einer klassischen einfaktoriellen multivariaten Varianzanalyse nicht gegeben sind, muss für den Vergleich der Unternehmensarten mit Hinblick auf den Einsatz quantitativer Methoden auf den nicht-parametrischen ‚Kruskal-Wallis-Tests‘ ausgewichen werden.¹⁰⁹¹ Bei diesem Testverfahren kann eine varianzanalytische Untersuchung unabhängig von Verteilungs- und Varianzannahmen erfolgen. Dabei werden die Verteilungen innerhalb der Gruppen mit Hilfe einer Rangbildung der Ausprägungen und Berechnung einer Prüfgröße ‚H‘ auf signifikant unterschiedliche Verteilungen und damit auf signifikant unterschiedliche Mittelwerte getestet.

Die Durchführung des ‚Kruskal-Wallis-Tests‘ ergibt folgendes Ergebnis (siehe Tabelle 11):

¹⁰⁹¹ Nähere Ausführungen zur Anwendung des ‚Kruskal-Wallis‘-Test finden sich z.B. in Hatzinger und Nagel (2013).

Hypothesis Test Summary				
	Null Hypothesis	Test	Sig.	Decision
1	The distribution of Einsatz Modellierungen - allg. Mod. (z.B. GuV, CF, Markt) is the same across categories of Art des Unternehmens (korrigiert) - Text.	Independent-Samples Kruskal-Wallis Test	,004	Reject the null hypothesis.
2	The distribution of Einsatz Modellierungen - Benchmarks is the same across categories of Art des Unternehmens (korrigiert) - Text.	Independent-Samples Kruskal-Wallis Test	,127	Retain the null hypothesis.
3	The distribution of Einsatz Modellierungen - Treiberbäume is the same across categories of Art des Unternehmens (korrigiert) - Text.	Independent-Samples Kruskal-Wallis Test	,002	Reject the null hypothesis.
4	The distribution of Einsatz Modellierungen - Szenarien is the same across categories of Art des Unternehmens (korrigiert) - Text.	Independent-Samples Kruskal-Wallis Test	,027	Reject the null hypothesis.
5	The distribution of Einsatz Modellierungen - Porfoliomodellierungen is the same across categories of Art des Unternehmens (korrigiert) - Text.	Independent-Samples Kruskal-Wallis Test	,174	Retain the null hypothesis.
6	The distribution of Einsatz Modellierungen (Max) is the same across categories of Art des Unternehmens (korrigiert) - Text.	Independent-Samples Kruskal-Wallis Test	,179	Retain the null hypothesis.
7	The distribution of Einsatz Bewertungsverfahren - LBO-Modell is the same across categories of Art des Unternehmens (korrigiert) - Text.	Independent-Samples Kruskal-Wallis Test	,000	Reject the null hypothesis.
8	The distribution of Einsatz Bewertungsverfahren - DCF-Methoden is the same across categories of Art des Unternehmens (korrigiert) - Text.	Independent-Samples Kruskal-Wallis Test	,000	Reject the null hypothesis.
9	The distribution of Einsatz Bewertungsverfahren - Ertragswert-Verfahren is the same across categories of Art des Unternehmens (korrigiert) - Text.	Independent-Samples Kruskal-Wallis Test	,005	Reject the null hypothesis.
10	The distribution of Einsatz Bewertungsverfahren - Multiples (Markt) is the same across categories of Art des Unternehmens (korrigiert) - Text.	Independent-Samples Kruskal-Wallis Test	,057	Retain the null hypothesis.
11	The distribution of Einsatz Bewertungsverfahren - Multiples (Transaktionen) is the same across categories of Art des Unternehmens (korrigiert) - Text.	Independent-Samples Kruskal-Wallis Test	,056	Retain the null hypothesis.
12	The distribution of Einsatz Bewertungsverfahren - CAPM is the same across categories of Art des Unternehmens (korrigiert) - Text.	Independent-Samples Kruskal-Wallis Test	,013	Reject the null hypothesis.
13	The distribution of Einsatz Bewertungsverfahren - Sum of Parts/ Zerschlagungswerte is the same across categories of Art des Unternehmens (korrigiert) - Text.	Independent-Samples Kruskal-Wallis Test	,001	Reject the null hypothesis.
14	The distribution of Einsatz Bewertungsverfahren - Substanzwert/ Liquidationswert is the same across categories of Art des Unternehmens (korrigiert) - Text.	Independent-Samples Kruskal-Wallis Test	,140	Retain the null hypothesis.
15	The distribution of Einsatz Bewertungsverfahren - Optionsbew. is the same across categories of Art des Unternehmens (korrigiert) - Text.	Independent-Samples Kruskal-Wallis Test	,016	Reject the null hypothesis.
16	The distribution of Einsatz Bewertungsverfahren - Rendite (z.B. IRR) is the same across categories of Art des Unternehmens (korrigiert) - Text.	Independent-Samples Kruskal-Wallis Test	,000	Reject the null hypothesis.
17	The distribution of Einsatz Bewertungsverfahren (Max) is the same across categories of Art des Unternehmens (korrigiert) - Text.	Independent-Samples Kruskal-Wallis Test	,000	Reject the null hypothesis.
18	The distribution of Einsatz stat. Meth. - einf. Verfahren is the same across categories of Art des Unternehmens (korrigiert) - Text.	Independent-Samples Kruskal-Wallis Test	,003	Reject the null hypothesis.
19	The distribution of Einsatz stat. Meth. - kompl. Verfahren is the same across categories of Art des Unternehmens (korrigiert) - Text.	Independent-Samples Kruskal-Wallis Test	,006	Reject the null hypothesis.
20	The distribution of Einsatz stat. Meth. - Simulationsverfahren is the same across categories of Art des Unternehmens (korrigiert) - Text.	Independent-Samples Kruskal-Wallis Test	,364	Retain the null hypothesis.
21	The distribution of Einsatz stat. Meth. - Nicht-lin. Optimierungsverf. is the same across categories of Art des Unternehmens (korrigiert) - Text.	Independent-Samples Kruskal-Wallis Test	,069	Retain the null hypothesis.
22	The distribution of Einsatz stat. Meth. (Max) is the same across categories of Art des Unternehmens (korrigiert) - Text.	Independent-Samples Kruskal-Wallis Test	,010	Reject the null hypothesis.

Asymptotic significances are displayed. The significance level is ,05.

Tabelle 11: Ergebnis des 'Kruskal-Wallis-Tests' zum Vergleich der Unternehmensarten auf Unterschiede im Einsatz quantitativer Methoden.¹⁰⁹²

¹⁰⁹² SPSS-Ausgabe. Die vollständig ausformulierten Variablenbezeichnungen finden sich im Fragebogen in Anhang 1 (Fragen 15 bis 17).

Demnach ist Hypothese IV.5¹⁰⁹³ für den Einsatz folgender quantitativer Methoden abzulehnen:

- Einsatz von Modellierungen
 - Benchmarks
 - Portfoliomodellierungen
 - Maximalwert über alle abgefragten Modellierungen
- Einsatz von Unternehmensbewertungsverfahren
 - Multiples (Markt)
 - Multiples (Transaktionen)
 - Substanzwert/ Liquidationswert
- Einsatz von statistischen Methoden
 - Simulationsverfahren
 - Nicht-lineare Optimierungsverfahren

Der Vergleich des Zielunternehmens mit anderen Unternehmen scheint –wenig überraschend- unternehmensübergreifend eine bedeutende Rolle zu spielen, genauso wie der grundsätzliche Einsatz von Modellierungen (Maximalwert über alle abgefragten Modellierungen). Demgegenüber kommen Portfoliomodellierungen über alle Unternehmensarten nur teilweise zum Einsatz, es gibt hier also keine Abhängigkeit von der befragten Unternehmensart. Konsistent zu der übergreifend hohen Bedeutung von Benchmarks ziehen Private Equity Unternehmen und deren Berater übergreifend die Multiple-Bewertung (Markt & Transaktionen) in hohem Ausmaß zur Evaluation des Unternehmenswerts heran. Substanzwerte/ Liquidationswerte dagegen kommen nicht nur im Mittel, sondern auch über die Unternehmensarten hinweg nur teilweise zum Einsatz. Zuletzt zeigt sich auch bei Simulationsverfahren und nicht-linearen Optimierungsverfahren, dass deren seltener Einsatz auf alle Unternehmensarten zutrifft.

Für die Mehrheit der abgefragten quantitativen Methoden ist Hypothese IV.5 jedoch nicht abzulehnen, wie Tabelle 11 zu entnehmen ist. Tabelle 12 zeigt für diese quanti-

¹⁰⁹³ Hypothese IV.5: Der Einsatz von quantitativen Methoden unterscheidet sich signifikant zwischen den verschiedenen Unternehmensarten (Venture Capital, Buyout, Unternehmensberatung, Investmentbank).

tativen Methoden einen Vergleich der durchschnittlichen Antwort über die Unternehmensarten, die Test-Statistik aus dem Kruskal-Wallis-Test sowie die paarweisen Vergleiche mit signifikanten Unterschieden nach Unternehmensart bei einem Signifikanzniveau von $\alpha = 0,05$. Die Einfärbung der Durchschnittswerte für die Häufigkeit des Einsatzes nach Unternehmensart soll das Lesen der Tabelle erleichtern. Je mehr sich die Einfärbung der Werte im grünen Bereich befindet, desto näher bewegt sich die durchschnittliche Antwort in Richtung ‚Immer‘ (entspricht dem Wert 5), je mehr sich die Einfärbung der Werte im roten Bereich befindet, desto näher bewegt sich die durchschnittliche Antwort in Richtung ‚Nie‘ (entspricht dem Wert 1). Eine gelbliche Einfärbung hingegen bedeutet einen eher gelegentlichen Einsatz. Im Anhang unter der Ziffer 3 findet sich eine detaillierte Ausführung der Ergebnisse aus SPSS.

Empirische Untersuchung

Variable	Statistik	Art des Unternehmens					Gesamt	Freiheitsgrade	Test Statistik (Kruskal-Wallis-Test)	Asymptotische Signifikanz (2-seitig)	Signifikante Unterschiede im paarweisen Vergleich (Signifikanzniveau alpha = 0,05)
		Venture Capital	Venture Capital & Buyout	Buyout	Investmentbank	Unternehmensberatung					
Einsatz Modellierungen - allg. Mod. (z.B. GuV, CF, Markt)	N	95	73	120	17	39	344	4	15,146	0,004	Venture Capital-Buyout
	Mittelwert	4,71	4,88	4,95	4,88	4,77	4,84				
Einsatz Modellierungen - Treiberbäume	N	91	73	120	17	39	340	4	16,843	0,002	Venture Capital-Unternehmensberatung Buyout-Unternehmensberatung
	Mittelwert	3,14	3,45	3,26	3,82	3,85	3,36				
Einsatz Modellierungen - Szenarien	N	94	73	120	17	39	343	4	10,923	0,027	---
	Mittelwert	4,39	4,60	4,60	4,65	4,26	4,51				
Einsatz Bewertungsverfahren - LBO-Modell	N	78	69	120	17	27	311	4	124,993	0,000	Venture Capital & Buyout - Buyout Venture Capital - Unternehmensberatung Venture Capital - Investmentbank Venture Capital - Buyout Venture Capital & Buyout - Buyout Unternehmensberatung - Buyout
	Mittelwert	2,46	3,81	4,70	4,24	3,89	3,85				
Einsatz Bewertungsverfahren - DCF-Methoden	N	96	74	121	17	31	339	4	21,110	0,000	Buyout - Investmentbank Buyout - Unternehmensberatung Venture Capital - Unternehmensberatung
	Mittelwert	3,51	3,68	3,34	4,29	4,32	3,60				
Einsatz Bewertungsverfahren - Ertragswert-Verfahren	N	92	69	116	17	26	320	4	14,939	0,005	Buyout - Venture Capital
	Mittelwert	3,46	3,41	2,96	3,71	3,62	3,29				
Einsatz Bewertungsverfahren - CAPM	N	84	68	109	17	25	303	4	12,653	0,013	Venture Capital - Investmentbank Buyout - Investmentbank
	Mittelwert	2,46	2,63	2,49	3,47	2,96	2,61				
Einsatz Bewertungsverfahren - Sum of Parts/ Zerschlagungswerte	N	89	72	115	17	27	320	4	19,518	0,001	Venture Capital - Buyout Venture Capital - Venture Capital & Buyout Venture Capital - Investmentbank
	Mittelwert	2,57	3,15	3,07	3,59	2,96	2,97				
Einsatz Bewertungsverfahren - Optionsbew.	N	89	70	116	17	26	318	4	12,226	0,016	Buyout - Venture Capital & Buyout
	Mittelwert	2,08	2,34	1,84	2,06	2,38	2,08				
Einsatz Bewertungsverfahren - Rendite (z.B. IRR)	N	93	74	120	17	31	335	4	21,838	0,000	Unternehmensberatung - Buyout Venture Capital - Buyout
	Mittelwert	4,23	4,51	4,60	4,29	4,13	4,42				
Bewertungsverfahren (Max)	N	96	74	121	17	33	341	4	23,705	0,000	Venture Capital - Venture Capital & Buyout Venture Capital - Buyout
	Mittelwert	4,72	4,91	4,94	4,88	4,76	4,85				
Einsatz stat. Meth. - einf. Verfahren	N	92	72	118	17	32	331	4	15,860	0,003	Venture Capital - Unternehmensberatung
	Mittelwert	2,40	2,64	2,68	2,82	3,28	2,66				
Einsatz stat. Meth. - kompl. Verfahren	N	88	71	118	16	32	325	4	14,490	0,006	Venture Capital - Unternehmensberatung Buyout - Unternehmensberatung
	Mittelwert	1,70	1,82	1,76	1,81	2,31	1,82				
Einsatz stat. Meth. (Max)	N	92	72	119	17	32	332	4	13,353	0,010	Venture Capital - Unternehmensberatung
	Mittelwert	2,53	2,78	2,79	3,00	3,34	2,78				

Tabelle 12: Vergleich des Einsatzes quantitativer Methoden nach Unternehmensart mittels Kruskal-Wallis-Test (nur Variablen mit signifikantem Unterschied nach Unternehmensart).¹⁰⁹⁴

¹⁰⁹⁴ Eigene Darstellung. Die Skalierung der Durchschnittswerte ist wie folgt zu lesen: 1 = Nie, 2 = Eher selten, 3 = Gelegentlich, 4 = Eher häufig, 5 = Immer. Die vollständig ausformulierten Variablenbezeichnungen finden sich im Fragebogen in Anhang 1 (Fragen 15 bis 17). Die detaillierten Ergebnisse des Kruskal-Wallis-Tests inkl. der paarweisen Vergleiche findet sich in Anhang 3.3.

Bei der Frage nach dem Einsatz von **Modellierungen** ergibt die Untersuchung einen signifikanten Unterschied nach Unternehmensart für drei Arten der Modellierung. **Allgemeine Modellierungen** werden über alle Unternehmensarten hinweg mehrheitlich fast immer eingesetzt. Die an dieser Stelle aufgrund einzelner Ausreißerwerte signifikanten Unterschiede nach Unternehmensart sind mit Vorsicht zu interpretieren, weshalb Hypothese IV.5 hier nur mit Einschränkung nicht abzulehnen ist. Im paarweisen Vergleich besteht ein signifikanter Unterschied zwischen Venture Capital und Buyout Gesellschaften. Der Einsatz von **Treiberbäumen** zeigt einen deutlicheren Unterschied nach Unternehmensart, insbesondere zwischen Private Equity Gesellschaften und deren Beratern. So geben Investmentbank und Unternehmensberatung einen höheren Einsatz von Treiberbäumen an, wobei im paarweisen Vergleich der signifikante Unterschied zwischen Unternehmensberatung und Venture Capital bzw. Unternehmensberatung und Buyout Gesellschaften vorliegt. Dies deutet darauf hin, dass die mit Treiberbäumen verbundenen Analysen, zu denen Abschätzungen von Marktvolumina und deren Entwicklung gehören, von Private Equity Gesellschaften im Rahmen der Due Diligence tendenziell eher ausgelagert werden, z.B. bei einer Commercial Due Diligence. Hypothese IV.5 ist für Treiberbäume also nicht abzulehnen. Die etwas breiter auszulegenden **Szenarien** werden wiederum von allen Unternehmensarten eher häufig bis oft eingesetzt. Trotz der insgesamt vorhandenen Signifikanz bei der Unterscheidung nach Unternehmensart können im paarweisen Vergleich keine signifikanten Unterschiede ausgemacht werden. Die Nicht-Ablehnung von Hypothese IV.5 lässt sich an dieser Stelle nicht konkretisieren.

Über die verschiedenen Unternehmensarten zeigt sich bei **Unternehmensbewertungsverfahren** abseits von Markt- und Transaktionsvergleichen ein durchaus unterschiedlicher methodischer Fokus. So kommen **LBO-Modelle**, in denen die Fremdkapitalfinanzierung des Unternehmenskaufs mit eingeht, kraft Geschäftsmodell am häufigsten bei Buyout-Unternehmen zum Einsatz, was sich auch in signifikanten Unterschieden im paarweisen Vergleich mit allen anderen Unternehmensarten widerspiegelt. Die an Private Equity Transaktionen beteiligten Investmentbanken geben auch im Durchschnitt einen mehr als eher häufigen Einsatz von LBO-Modellen an, was ein konsistentes Bild mit deren Beratungsfunktion ergibt. Unternehmen, die sowohl Venture Capital als auch Buyout Aktivitäten in ihrem Geschäftsmodell haben, und Unternehmensberatungen ziehen im Schnitt auch noch

eher häufig LBO-Modellen heran, wobei es bei ersteren auf die Gewichtung der Aktivitäten in reiferen Unternehmen ankommt, die einen entsprechenden Fremdkapitalhebel erlauben. Bei Unternehmensberatungen hingegen kann die inhaltliche Rolle im Transaktionsprozess deutlich variieren, weshalb es beim Einsatz von Bewertungsverfahren klar auf den Beratungsauftrag ankommt. Der Einsatz reiner **DCF-Methoden** wiederum ist am höchsten bei Investmentbanken und Unternehmensberatungen festzustellen, signifikante Unterschiede bestehen zwischen Buyout/ Venture Capital Gesellschaften und Investmentbanken/ Unternehmensberatungen gibt. Bei reiner Betrachtung der Durchschnittswerte ergibt sich bei **Ertragswertverfahren** ein ähnliches Bild, jedoch lässt der paarweise Vergleich nur auf signifikante Unterschiede zwischen Buyout und Venture Capital Gesellschaften schließen. Nachdem Buyout-Gesellschaften wegen der Fremdkapitalkomponente in ihrem Geschäftsmodell einen starken Fokus auf die Zahlungsströme des Unternehmens haben¹⁰⁹⁵, verwundert der lediglich gelegentliche Einsatz von Ertragswertverfahren nicht. Das statistisch eher aufwändige CAPM findet im Schnitt eher selten bis gelegentlich Anwendung, wobei die Investmentbanken hier den höchsten Einsatz angeben und sich damit signifikant gegenüber Venture Capital und Buyout Gesellschaften abheben, die diesem Bewertungsverfahren insgesamt die niedrigste Aufmerksamkeit schenken. Was die Einsatzintensität insgesamt betrifft, befindet sich diese bei **Sum-of-Parts/ Zerschlagungswerten** im gelegentlichen Bereich. Konsistent mit dem Fokus der Geschäftsmodelle, geben Venture Capital Gesellschaften, die eher in junge Unternehmen investieren, im Vergleich zu Buyout/ Venture Capital & Buyout Gesellschaften eine signifikant niedrigere Häufigkeit für die Nutzung dieses Bewertungsverfahrens an. Am häufigsten finden Sum-of-Parts/ Zerschlagungswerte ihren Einsatz bei Investmentbanken, wenngleich auch noch nicht im häufigen Bereich. **Optionsbewertungsverfahren** finden über alle befragten Unternehmensarten einen eher seltenen Einsatz, wobei Buyout Unternehmen den geringsten Umfang angeben und sich signifikant von Venture Capital & Buyout Gesellschaften unterscheiden. Dass Optionsbewertungsverfahren hier –wenn auch auf niedrigem Niveau- am häufigsten auftreten, mag an der im Venture Capital teilweise vorkommenden mezzaninen Finanzierungsstruktur der Unternehmen liegen.¹⁰⁹⁶ **Renditemodellierungen** (insbesondere IRR), die wegen des bereits erwähnten Renditefokus von Private Equity

¹⁰⁹⁵ Siehe Abschnitt 3.4.3.

¹⁰⁹⁶ Siehe Abschnitt 3.1.1.

Unternehmen eine insgesamt breite Verwendung finden, werden am häufigsten von Buyout Gesellschaften verwendet, deren Angaben sich signifikant von Unternehmensberatungen und Venture Capital Gesellschaften unterscheiden. Bei der **Gesamtbetrachtung** im Einsatz von **Bewertungsverfahren** heben sich Buyout Gesellschaften sowie Gesellschaften mit Fokus auf Venture Capital & Buyout signifikant mit einem leicht höheren Wert von reinen Venture Capital Gesellschaften ab. Vor dem Hintergrund der grundsätzlich höheren Datenverfügbarkeit bzgl. Umsätzen, Erfolgen und Zahlungsströmen bei reiferen Unternehmen ist dieses Ergebnis als stimmig zu betrachten.

Beim Einsatz **statistischer Verfahren**, die bei Private Equity Transaktionen insgesamt eher selten bis gelegentlichen zum Einsatz kommen, gaben Vertreter von Unternehmensberatungen in allen Kategorien die vergleichsweise höchsten Einsatzhäufigkeiten an. Signifikante Unterschiede sind bei **einfachen statistischen Verfahren** zwischen Unternehmensberatungen und Venture Capital Unternehmen, **bei komplexeren statistischen** Verfahren zwischen Unternehmensberatungen und Venture Capital Unternehmen sowie Buyout Gesellschaften und insgesamt wiederum zwischen Unternehmensberatungen und Buyout Gesellschaften auszumachen. Auch diese Bild lässt sich insofern nachvollziehen, als die mit statistischen Methoden verbundenen Aktivitäten im Transaktions- bzw. Due Diligence Prozess, wie z.B. Befragungen, von Private Equity Gesellschaften eher an ihre Berater ausgelagert werden, Investmentbanken folgen bei statistischen Methoden hinter Unternehmensberatungen, wenngleich keine signifikanten Unterschiede zu anderen Unternehmensarten festzustellen sind. Auch hier kommen –unter Umständen einhergehend mit entsprechenden Bewertungsverfahren wie CAPM- zumindest einfachere statistische Verfahren immerhin gelegentlich zum Einsatz.

Zusammenfassend kann also mit Blick auf Hypothese IV.5¹⁰⁹⁷ ein grundsätzlicher Unterschied beim Einsatz quantitativer Methoden über die Unternehmensarten festgestellt werden, wenngleich dies nicht für alle quantitativen Methoden zutreffend ist.

¹⁰⁹⁷ Hypothese IV.5: Der Einsatz von quantitativen Methoden unterscheidet sich signifikant zwischen den verschiedenen Unternehmensarten (Venture Capital, Buyout, Unternehmensberatung, Investmentbank).

Einsatz qualitativer Methoden bei der Investitionsentscheidung

Übereinstimmend mit den Antworten bei den Fragen zum Umgang mit abweichenden Expertenangaben finden systematische qualitative Methoden (z.B. DELPHI-Methode, Team-Brainstorming oder Analogieschluss) mehrheitlich keine ‚eher häufige‘ bzw. ‚immer‘ stattfindende sondern nur teilweise Anwendung ($\alpha = 0,05$). Demgegenüber kommen allgemeine qualitative Methoden (z.B. Interviews, Befragungen, Brainstorming), die ein Standardelement in der Vorbereitung der Investitionsentscheidung sind, und damit mehrheitlich ‚eher häufig‘ bis ‚immer zum‘ Einsatz (siehe Abbildung 46). Letzteres deckt sich mit der zuvor ausgewerteten Wichtigkeit entsprechender Datenquellen für die Investitionsentscheidung, deren Nutzung v.a. Interviews und Befragungen erfordern. Diese Aussagen gelten bei einem Signifikanzniveau von $\alpha = 0,05$. Hypothese IV.4¹⁰⁹⁸ ist damit nicht abzulehnen, wenn gleich systematisierte qualitative Methoden bestenfalls teilweise Anwendung finden.

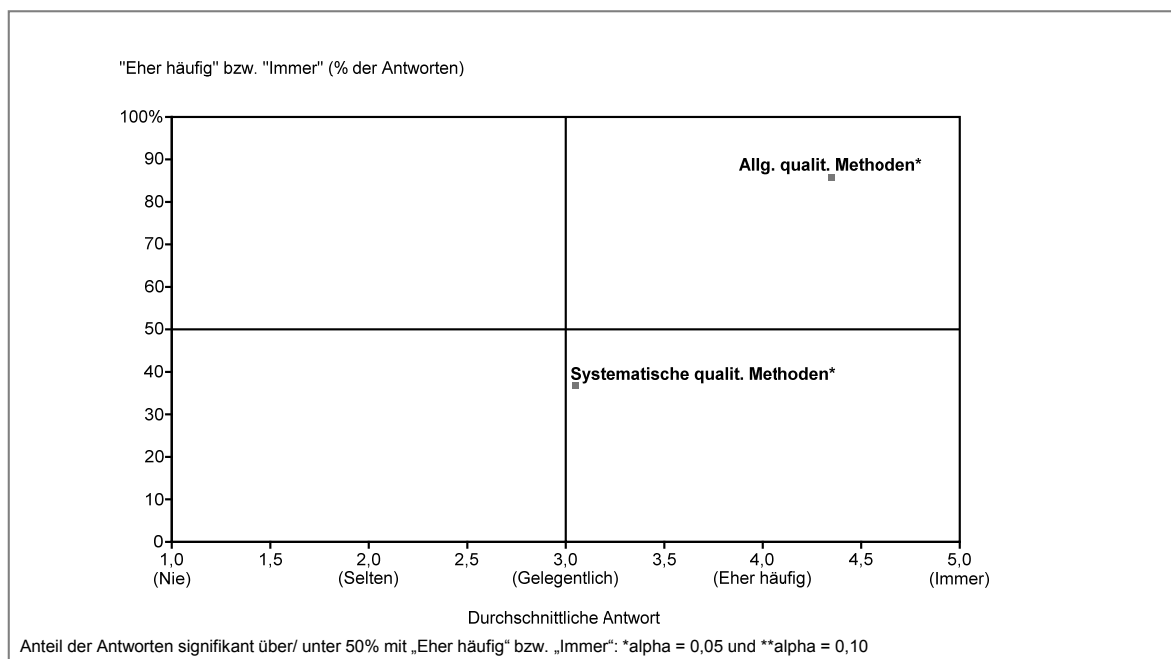


Abbildung 46: Frage 18 – Wie häufig werden aus Ihrer Erfahrung folgende qualitative Methoden bei der Investitionsentscheidung/ Due Diligence eingesetzt?¹⁰⁹⁹

¹⁰⁹⁸ Hypothese IV.4: Systematisierte qualitative Methoden (z.B. DELPHI-Methode, Analogieschluss) kommen im Zuge der Investitionsentscheidung im Vergleich zu einfachen Expertenbefragungen/ Interviews nur begrenzt zum Einsatz.

¹⁰⁹⁹ Eigene Darstellung. Die vollständig ausformulierten Variablenbezeichnungen finden sich im Fragebogen in Anhang 1 bei der entsprechenden Frage.

Limitationen statistischer Methoden bei der Investitionsentscheidung/ im Due Diligence Prozess

Die Gründe für den limitierten Einsatz statistischer Methoden bei Private Equity Transaktionen sind vielschichtig. Der Blick auf Abbildung 47 zeigt, dass keine der abgefragten Begründungen für sich alleine sich als ‚die eine‘ Ursache herauskristallisiert hat. Auf der anderen Seite wurde auch keine der genannten Limitationen vollständig abgelehnt. Datenprobleme wie Umfang und Verfügbarkeit sowie methodische Limitationen, wie ein begrenzter Mehrwert für die Investitionsentscheidung, fehlende Praxisrelevanz und der Vergangenheitsbezug statistischer Methoden finden die mehrheitliche ($\alpha = 0,05$), wenn auch nicht uneingeschränkt volle Zustimmung. Es handelt sich hierbei insgesamt um ‚inhaltliche‘ Limitationen, wobei die Richtigkeit der Einschätzung seitens der Befragten hier offen bleibt: So kann ein fehlender Mehrwert für die Investitionsentscheidung als Angabe immer noch die Folge nicht ausreichender methodischer Kenntnisse sein. ‚Äußere‘ Limitationen wiederum, die offensichtlich der ‚analytical laziness‘ (siehe Abschnitt 4.2.2) zugeschrieben werden können, wie das Fehlen von Ressourcen oder zu hohe Kosten, genauso wie kenntnisbedingte Begrenzungen rund um statistische Methoden und entsprechende Softwareprogramme fanden keine mehrheitliche Zustimmung ($\alpha = 0,05$). Bezüglich des mit den Berechnungen einhergehenden Zeitaufwands ist keine eindeutige mehrheitliche Aussage möglich. Zusammenfassend lässt sich an dieser Stelle folgern, dass der Einsatz statistischer Methoden aus unterschiedlichen Gründen begrenzt zu sein scheint, in der Mehrheit der Fälle fehlt es an der notwendigen Datengrundlage und/ oder die Teilnehmer erhoffen sich keine relevanten zusätzlichen Erkenntnisse aus dem Einsatz statistischer Methoden. Zum Teil kann es allerdings auch an den erforderlichen Ressourcen bzw. an den Kenntnissen fehlen. Hypothese V.1¹¹⁰⁰ ist abzulehnen für alle äußeren Limitationen wie fehlende Ressourcen, Kenntnisse und zu hohe Kosten, ausgenommen der offenen Aussage für den zu hohen Zeitaufwand. Hypothese V.2¹¹⁰¹ ist nicht abzulehnen für technische Limitationen rund um Datenumfang und –verfügbarkeit, Praxisrelevanz, Vergangenheitsbezug

¹¹⁰⁰ Hypothese V.1: Ein begrenzter Einsatz mathematisch/ statistischer Methoden begründet sich in äußeren Limitationen bzw. ‚analytical laziness‘ (z.B. fehlende Kenntnisse, fehlende Ressourcen, zu hohe Kosten, zu hoher Zeitaufwand).

¹¹⁰¹ Hypothese V.2: Ein begrenzter Einsatz mathematisch/ statistischer Methoden begründet sich in technischen/ inhaltlichen Limitationen (z.B. Vergangenheitsbezug, begrenzter Mehrwert für Entscheidungsqualität, fehlende Datenverfügbarkeit).

und einem begrenzten Mehrwert für die Entscheidungsqualität. Damit begründet sich der limitierte Einsatz statistischer Methoden in eher technischen Themen als in reinen Ressourcenbegrenzungen, die der ‚analytical laziness‘ zuzuschreiben sind.

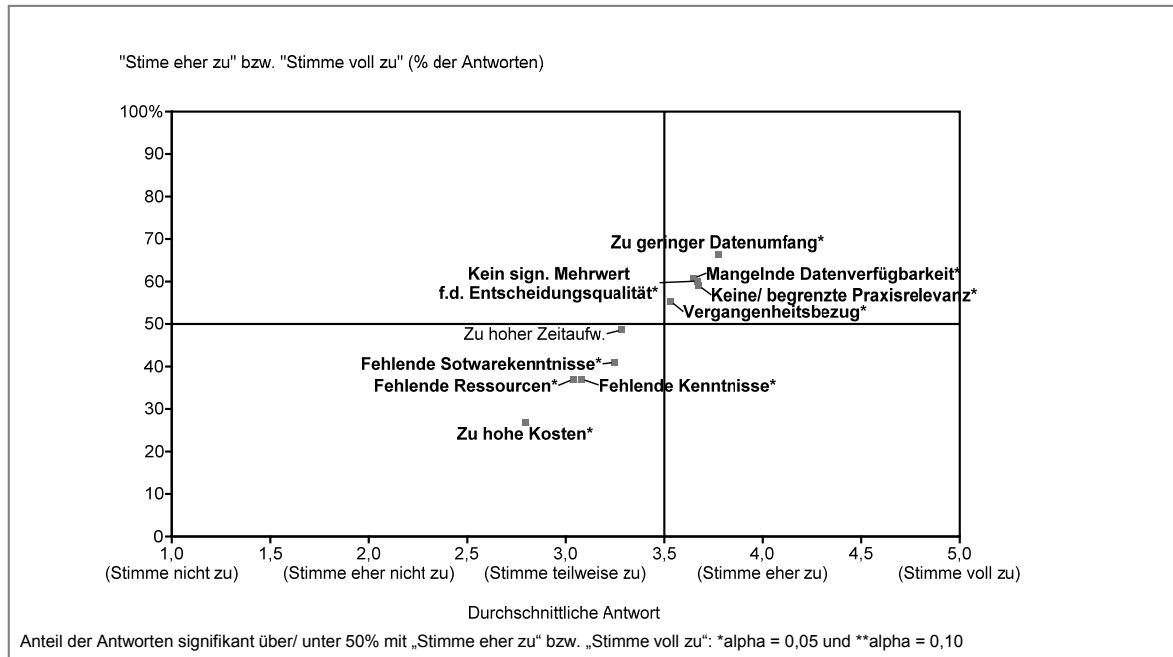


Abbildung 47: Frage 19 – Welchen Gründen für einen begrenzten Einsatz statistischer Methoden bei der Investitionsentscheidung/ Due Diligence stimmen Sie zu?¹¹⁰²

Erfolgsfaktoren für die Arbeit im Private Equity

Die folgende Frage ist darauf abgestellt, eine Einschätzung von den befragten Private Equity Experten zu erhalten, was aus deren Sicht die wesentlichen Faktoren für eine erfolgreiche Arbeit im Private Equity sind (siehe Abbildung 48).

¹¹⁰² Eigene Darstellung. Die vollständig ausformulierten Variablenbezeichnungen finden sich im Fragebogen in Anhang 1 bei der entsprechenden Frage.

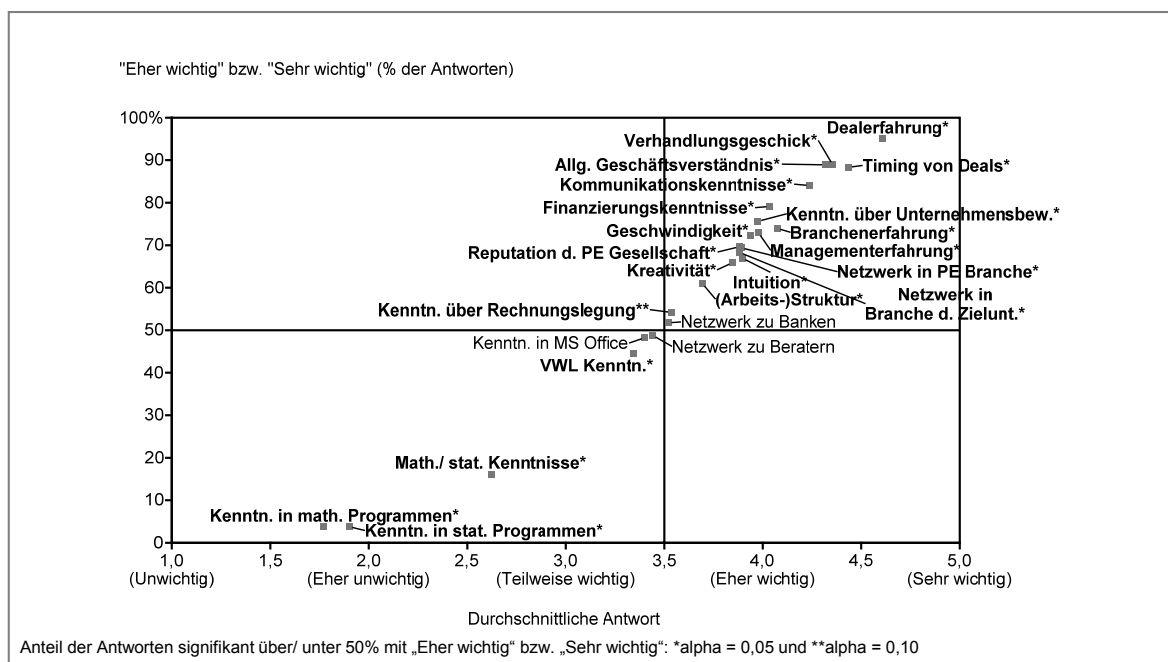


Abbildung 48: Frage 20 – Wie wichtig schätzen Sie folgende Faktoren für die erfolgreiche Arbeit im Private Equity ein?¹¹⁰³

Es zeigt sich, dass es eine ganze Bandbreite an Faktoren gibt, die für die erfolgreiche Arbeit im Private Equity mehrheitlich als eher wichtig bzw. sehr wichtig betrachtet werden –es scheinen für ein erfolgreiches Bestehen in dieser Branche also eine Vielzahl an Fähigkeiten und Erfahrungen notwendig zu sein. Bei den statistische signifikant mehrheitlich als ‚eher wichtig‘ bzw. ‚sehr wichtig‘ eingestuften Erfolgsfaktoren zeigt sich gegenüber quantitativen Erfolgsfaktoren ein deutliches Übergewicht qualitativer bzw. ‚weicher‘ Erfolgsfaktoren, wodurch Hypothese VI.1¹¹⁰⁴ nicht abzulehnen ist. Dies ist zur Vereinfachung in Tabelle 13 zusammengefasst:

¹¹⁰³ Eigene Darstellung. Die vollständig ausformulierten Variablenbezeichnungen finden sich im Fragebogen in Anhang 1 bei der entsprechenden Frage.

¹¹⁰⁴ Hypothese VI.1: Mehrheitlich werden weiche Erfolgsfaktoren, z.B. Dealerfahrung, Netzwerk, als Erfolgstreiber für die Arbeit im Private Equity gesehen.

Mehrheitlich wichtige Erfolgsfaktoren für die Arbeit im Private Equity	
Qualitative/ ‚weiche‘ Erfolgsfaktoren	Quantitative Erfolgsfaktoren
<ul style="list-style-type: none"> • Dealerfahrung ($\alpha = 0,05$) • Verhandlungsgeschick ($\alpha = 0,05$) • Allgemeines Geschäftsverständnis ($\alpha = 0,05$) • Timing von Deals ($\alpha = 0,05$) • Kommunikationskenntnisse ($\alpha = 0,05$) • Erfahrung in Branche d. Zielunternehmens ($\alpha = 0,05$) • Managementenerfahrung ($\alpha = 0,05$) • Geschwindigkeit ($\alpha = 0,05$) • Reputation der Private Equity Gesellschaft ($\alpha = 0,05$) • Netzwerk in der Private Equity Branche ($\alpha = 0,05$) • Netzwerk in Branche d. Zielunternehmens ($\alpha = 0,05$) • Intuition ($\alpha = 0,05$) • Kreativität ($\alpha = 0,05$) • Arbeitsstruktur ($\alpha = 0,05$) 	<ul style="list-style-type: none"> • Finanzierungskenntnisse ($\alpha = 0,05$) • Kenntnisse über Unternehmensbewertung ($\alpha = 0,05$) • Kenntnisse über Rechnungslegung ($\alpha = 0,10$)

Tabelle 13: Mehrheitlich wichtige Faktoren für die Erfolgreiche Arbeit im Private Equity (α steht für das Signifikanzniveau für die mehrheitliche Einstufung der Erfolgsfaktoren als ‚eher wichtig‘ und ‚sehr wichtig‘).¹¹⁰⁵

Allen voran wird der Dealerfahrung die größte Bedeutung beigemessen, gefolgt von Verhandlungsgeschick, allgemeinem Geschäftsverständnis und Timing von Deals – also keine rein quantitativ basierten Faktoren. Die Dealerfahrung als solche zählt natürlich auf andere der hier genannten Themen ein. Auch wenn zur Dealerfahrung die Fähigkeit dazugehört, die im Rahmen einer Transaktion notwendigen quantitativen Methoden zu beherrschen sowie deren Ergebnisse im Kontext einer Bandbreite von Informationen zu interpretieren, beinhaltet sie viele ‚weiche‘ Elemente, zu denen entsprechende Netzwerke, Reputation, die Anwendung von ‚eingefrorenen analytisch basierten Faustregeln‘ (siehe dazu auch Abschnitt 4.2.2) Verhandlungserfahrung¹¹⁰⁶, Kommunikation und allgemeine Managementenerfahrung zählen. Doch auch ein paar quantitativ orientierte Erfolgstreiber spielen eine mehrheitlich ‚eher wichtige‘ bis ‚sehr wichtige‘ Rolle für die befragten Personen. Diese sind –wiederum stimmig mit den bisherigen Antworten- auf Kenntnisse in Finanzierung ($\alpha = 0,05$), Kenntnisse in Unternehmensbewertung ($\alpha = 0,05$) sowie Kenntnisse in Rechnungslegung ($\alpha = 0,10$) ausgerichtet und nicht auf VWL-Kenntnisse¹¹⁰⁷, mathematisch/ statistische Kenntnisse bzw. Kenntnisse in mathematischen oder statistischen Programmen, die mehrheitlich keine ‚eher wichtige‘ bis ‚sehr wichtige‘ Bewer-

¹¹⁰⁵ Eigene Darstellung.

¹¹⁰⁶ Zur Bedeutung des Verhandlungsgeschicks schreiben Ivanova und Rossitza (2001): „*Schlussendlich ist der vereinbarte Kaufpreis das Resultat der verwendeten Bewertungsverfahren, aber auch des Verhandlungsgeschicks der Parteien.*“ (Ivanova und Rossitza (2001), S. 187).

¹¹⁰⁷ Dennoch können VWL-Kenntnisse noch als teilweise wichtig interpretiert werden. Ein gewisser Grad an volkswirtschaftlichen Kenntnissen ist je nach Branche des Zielunternehmens sicherlich relevant, sofern sie in einem direkten Zusammenhang mit dem Markt des Zielunternehmens oder dem Private Equity Markt stehen.

tung erhalten haben ($\alpha = 0,05$). Hypothesen VI.2¹¹⁰⁸ und VI.3¹¹⁰⁹ sind damit ebenfalls nicht abzulehnen. Die Trennung zwischen ‚bewertungsnahen‘ quantitativen Methoden und mathematisch/ statistischen Methoden bezogen auf die Relevanz im Private Equity setzt sich an dieser Stelle kongruent fort. Weiterhin erachten die Teilnehmer der Befragung die folgenden ‚weichen‘ Faktoren ebenfalls für mehrheitlich wichtig: Kommunikationskenntnisse, Branchenerfahrung, Geschwindigkeit, Managementenerfahrung, Netzwerke (in der Private Equity Branche, in der Branche des Zielunternehmens), Reputation der Private Equity Gesellschaft, Intuition, Kreativität und (Arbeits-)Struktur. Bezüglich des Netzwerks zu Banken und zu Beratern sowie Kenntnisse in Microsoft Office ist keine mehrheitliche Aussage möglich, diese wurden durch die Teilnehmer insgesamt nur als teilweise wichtig bewertet. Wichtiger als das Netzwerk zu (vielen) Beratern ist -wie zuvor beschrieben- die vertrauensvolle Beziehung zu einem Berater mit positiver Zusammenarbeitshistorie. Kenntnisse in Microsoft Office sind insofern nur teilweise wichtig, als dieses Handwerkszeug mit zunehmender Seniorität der handelnden Personen weniger Anwendung findet –die entsprechende Zuarbeit in der Aufbereitung der Entscheidungsgrundlage wird von deren Teams und den engagierten externen Beratern geleistet.

Die sich in der vorliegenden Befragung als weitestgehend wichtig herausstellenden Erfolgsfaktoren wurden zum Teil in bereits veröffentlichten wissenschaftlichen Arbeiten als solche aufgeführt. Knigge et al. (2006) fanden einen positiven Zusammenhang zwischen Timing von Deals beim Kaufzeitpunkt (weniger im Verkaufszeitpunkt) und der Fund Performance für Venture Capital Investitionen, bei der Investitionstätigkeit in reifere Unternehmen steht auch in deren Studie die Erfahrung der agierenden Personen im Vordergrund. Die Relevanz von Dealerfahrung und als Erfolgstreiber für die Arbeit im Private Equity ist zwar unbestritten, jedoch ab einem gewissen Grad –wie von Shepherd und Zacharakis (2003) beschrieben wurde¹¹¹⁰- mit Vorsicht zu sehen. Die Reputation eines Private Equity Unternehmens wiederum schlägt sich positiv sowohl im Zugang zu Akquisitionsobjekten, als auch in den Finanzierungsbedingungen der Gesellschaft bei LBO-Finanzierungen nieder. So haben Demiroglu

¹¹⁰⁸ Hypothese VI.2: Bedeutende quantitative methodische Erfolgsfaktoren beschränken sich auf betriebswirtschaftliche Themen, z.B. Finanzierung, Unternehmensbewertung, Rechnungslegung.

¹¹⁰⁹ Hypothese VI.3: Mathematisch/ statistischen Kenntnissen wird für die erfolgreiche Arbeit im Private Equity mehrheitlich eine untergeordnete Rolle beigemessen.

¹¹¹⁰ Siehe Abschnitt 4.2.2.

und James (2010) herausgefunden, dass Private Equity Unternehmen mit einer guten Reputation höhere Fremdkapitalanteile, günstigere Zinskonditionen, längere Laufzeiten und mehr Finanzierungsmöglichkeiten jenseits der klassischen Bankkredite erhalten –alles Elemente, die sich am Ende positiv auf die Fondsrendite auswirken.

Andere relevante Erfolgsfaktoren wie Geschwindigkeit, Verhandlungsgeschick und Kommunikationskenntnisse hängen mit dem Geschäftsmodell von Private Equity Gesellschaften zusammen. Die Due Diligence Phase bis zur Gebotsabgabe, sofern sich die potentiellen Käufer zu einer solchen entschließen, findet wie bereits erwähnt in einem begrenzten und meist knappen zeitlichen Rahmen statt. Geschwindigkeit spielt also insgesamt eine wichtige Rolle, was sachlogisch mit dem zuvor als mehrheitlich wichtig eingestuftem Kriterium ‚Geschwindigkeit der Mandatsbearbeitung‘ für externe Berater zusammenpasst. Dass Verhandlungsgeschick eine wichtige Rolle einnimmt, kann angesichts der regelmäßigen Verhandlungen rund um den Kauf und den Wiederverkauf einer Beteiligung als offensichtlich betrachtet werden. Ähnliches gilt für die Kommunikationskenntnisse, die zu einem gewissen Anteil mit dem Verhandlungsgeschick einhergehen, und darüber hinaus bei der Erarbeitung der Investitionsentscheidungsgrundlage unter Einbezug aller an der Entscheidung beteiligten Personen von entsprechender Bedeutung sind, genauso wie bei der Abstimmung mit Investoren und den Mitarbeitern in den Portfoliounternehmen.

Offen bleibt, inwiefern die wenig greifbaren und auf die einzelne Person gebundenen Erfolgsfaktoren wie Erfahrung, Intuition, Kreativität und zum Teil das ‚allgemeine Geschäftsverständnis‘ insofern als wichtig eingestuft sind, weil mit damit die Betonung einer gewissen Unersetzlichkeit einzelner Personen einhergeht oder weil das Handwerkszeug rund um eine Unternehmenstransaktion (noch) nicht ausreichend erfasst und daher nicht konkret genug bestimmbar ist. Auch lässt sich die Erkenntnis aus Abschnitt 4.2.2 nicht ausräumen, ob die betonte Gewichtung der Erfahrung als eher intuitiver Entscheidungsfindung teilweise der Ausdruck einer ‚analytical laziness‘, also quantitativer Faulheit, sein mag.

Gewichtung quantitativer Methoden und ‚weicher‘ Faktoren bei der Investitionsentscheidung

Als zusammenfassende Frage wurden die Teilnehmer gebeten, die Gewichtung quantitativer Methoden im Vergleich zur Gewichtung ‚weicher‘ Faktoren (Erfahrung/ Expertenwissen) bei der Investitionsentscheidung anzugeben, wobei sich beide Werte auf 100 Prozent addieren sollten. Mit dieser Form der Erfassung kann dem in Abschnitt 4.2.2 beschriebenen ‚Kontinuum‘ zwischen analytischem und intuitiven Entscheiden Rechnung getragen werden. Die Ergebnisse dieser Frage sind in Abbildung 49 zusammengefasst –trotz der hohen Zahlenorientierung der Arbeit im Private Equity dominieren weiche Faktoren deutlich mit durchschnittlich knapp 63 Prozent gegenüber gut 37 Prozent für die Gewichtung quantitativer Methoden. Der Median der Angaben für die Gewichtung weicher Faktoren liegt bei 60 Prozent und damit bei 40 Prozent für die Gewichtung quantitativer Methoden. An dieser Stelle sei noch einmal erwähnt, dass weiche Faktoren dennoch oftmals in Zahlen transformiert und in quantitativen Methoden verarbeitet werden. Gemessen an den bisherigen Antworten, erscheint das Ergebnis konsistent.

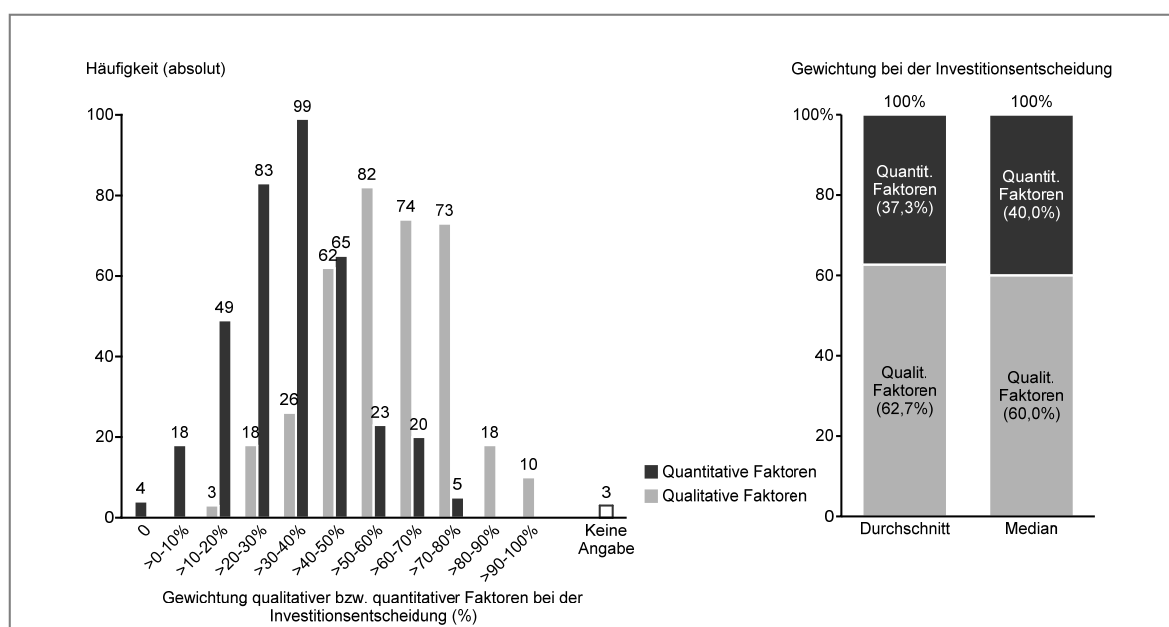


Abbildung 49: Frage 21 – 'Weiche' Faktoren vs. quantitative Methoden: Wie würden Sie die Gewichtung von 'weichen' Faktoren (Erfahrung/ Expertenwissen) im Vergleich zur Gewichtung quantitativer Methoden bei der Investitionsentscheidung einschätzen?¹¹¹¹

¹¹¹¹ Eigene Darstellung.

Statistisch betrachtet können die Verteilungen der hier betrachteten Variablen bei sehr hoher Signifikanz als normalverteilt betrachtet werden, weshalb die Durchführung eines t-Tests auf einen Mittelwert ungleich von 0,5 zulässig ist (siehe Tabelle 14).

Test Statistics

	Investitionsentscheidung - Gewicht weicher Faktoren	Investitionsentscheidung - Gewicht quant. Meth.
Chi-Square	499,694 ^a	499,694 ^a
df	18	18
Asymp. Sig.	,000	,000

a. 0 cells (0,0%) have expected frequencies less than 5. The minimum expected cell frequency is 19,3.

Tabelle 14: Chi-Quadrat-Test auf Normalverteilung der Gewichtungen von quantitativen Methoden und weichen Faktoren.¹¹¹²

Der Test auf einen Mittelwert von 0,5 -also eine Gleichgewichtung von quantitativen und weichen Faktoren- ergibt eine sehr klare Aussage (siehe Tabelle 15):¹¹¹³

One-Sample Test

	Test Value = 50					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
Investitionsentscheidung - Gewicht weicher Faktoren	15,020	365	,000	12,68154	11,0213	14,3418
Investitionsentscheidung - Gewicht quant. Meth.	-15,020	365	,000	-12,68154	-14,3418	-11,0213

Tabelle 15: t-Test auf Mittelwert = 0,5 für Gewicht quantitativer und weicher Faktoren bei der Investitionsentscheidung.¹¹¹⁴

Nachdem die Gewichtung quantitativer Faktoren hoch signifikant unterhalb von 0,5 liegt (und im Umkehrschluss die Gewichtung weicher Faktoren hoch signifikant

¹¹¹² SPSS-Ausgabe.

¹¹¹³ SPSS gibt an dieser Stelle das Signifikanzniveau für den zweiseitigen Test. Dieses ist für den einseitigen Test zu Dividieren und bleibt damit sehr gering.

¹¹¹⁴ SPSS-Ausgabe.

oberhalb von 0,5) kann die Ausführung in Hypothese VII.1¹¹¹⁵ als gültig betrachtet werden, sie ist damit nicht abzulehnen. Eine genauere Untersuchung für die hinter den Gewichtungen liegenden Treiber erfolgt im Rahmen eines Strukturgleichungsmodells in Abschnitt 5.4.3 bei der Untersuchung von Variablenzusammenhängen.

Abschließende Bewertung bzgl. des Einsatzes quantitativer Methoden bei der Investitionsentscheidung im Private Equity

Am Ende des Fragebogens wurden die Befragten gebeten, ihren Grad der Zustimmung zu verschiedenen Aussagen rund um den Einsatz quantitativer Modelle abzugeben, insgesamt ist bei den hier erhaltenen Antworten ein sehr gemischtes Bild vorzufinden –die meisten Aussagen fanden keine mehrheitliche Zustimmung (siehe Abbildung 50). Lediglich die Aussage, nach der die Investitionsentscheidung zu einem großen Teil von nicht quantitativen Größen bestimmt wird, erhielt mehrheitlich ‚eher‘ bzw. ‚volle‘ Zustimmung ($\alpha = 0,05$). Dies deckt sich stark mit den bisherigen Erkenntnissen aus der Auswertung, jedoch ist die Schlussfolgerung mit einer Einschränkung zu lesen: Zu einem ‚großen Teil‘ bedeutet nicht ‚zum größten Teil‘. Die übrigen Aussagen, die nicht quantitative Größen in den Vordergrund stellen, finden keine mehrheitliche Zustimmung, Hypothese VII.2¹¹¹⁶ ist damit abzulehnen, in Verbindung mit den Erkenntnissen zur Gewichtung quantitativer Methoden und weicher Faktoren bei der Investitionsentscheidung ist hier eine klare Unterscheidung zu fällen: Die Wichtigkeit und die Gewichtung sind zwei verschiedene Dinge, eine niedrigere Gewichtung quantitativer Methoden bei der Investitionsentscheidung bedeutet nicht eine geringere Bedeutung ebendieser.

Auf der anderen Seite haben Aussagen wie ‚Erfolgreiche Beteiligungen sind die Folge unzureichender/ begrenzter quantitativer Arbeit‘, ‚Ein stärkerer Einsatz quantitativer und statistischer Methoden würde die Qualität der Investitionsentscheidung verbessern‘ und ‚Quantitativ/ statistisch fundierte Methoden kommen bei der Investitionsentscheidung zu wenig zum Einsatz‘ die niedrigste Zustimmung erhalten –es scheint also keine mehrheitliche Befürwortung für den Einsatz quantitativer Methoden vor-

¹¹¹⁵ Hypothese VII.1: Quantitative Faktoren haben bei der Investitionsentscheidung eine geringere Gewichtung als ‚weiche‘ Faktoren (z.B. Erfahrung, Expertenwissen, etc.).

¹¹¹⁶ Hypothese VII.2: Bei der Investitionsentscheidung stehen nicht quantitativ greifbare Faktoren im Vordergrund.

handen zu sein ($\alpha = 0,05$). Hypothese V.3 ist folglich nicht abzulehnen¹¹¹⁷, wobei dies nicht an äußeren Limitationen zu liegen scheint. Es gibt keine mehrheitliche Zustimmung für diejenigen Aussagen ($\alpha = 0,05$), die einen verstärkten Einsatz quantitativer Methoden aufgrund der ‚analytical laziness‘, also eines unnötig hohen Aufwands an Kosten, Ressourcen bzw. einer unnötig hohen Komplexität ablehnen.

An dieser Stelle sei nochmals betont, dass die quantitative Komponente keinesfalls in die Ecke der Nachrangigkeit zu stellen ist: Die Aussage ‚Finale Investitionsentscheidungen werden meistens losgelöst von der quantitativen Grundlage gefällt‘ hat keine mehrheitliche Zustimmung erhalten ($\alpha = 0,05$) genauso wie die Aussage ‚Investitionsentscheidungen werden grundsätzlich mehr auf Basis von persönlicher Erfahrung/ Dealerfahrung als auf Basis von quantitativen Modellen gefällt‘ (wenn auch nur bei einem Signifikanzniveau von $\alpha = 0,10$). Für die Aussage ‚Für eine gute Investitionsentscheidung ist persönliche Erfahrung wichtiger als das Ergebnis von quantitativen Modellen‘ lässt sich keine mehrheitliche Aussage treffen. Wenngleich die Dealerfahrung zuvor als der wichtigste Erfolgstreiber für die Arbeit im Private Equity eingestuft wurde, steht dieser damit nicht für sich alleine. Vielmehr bedarf es hier ein Zusammenspiel mit anderen –auch quantitativ orientierten- Faktoren, wie sich im weiteren Verlauf im Kontext von quantitativer Arbeit und der Fund Performance zeigen wird (siehe Abschnitt 5.4.3.3.5.2).

¹¹¹⁷ Hypothese V.3: Ein verstärkter Einsatz quantitativer Methoden bei Private Equity Transaktionen wird mehrheitlich nicht befürwortet.

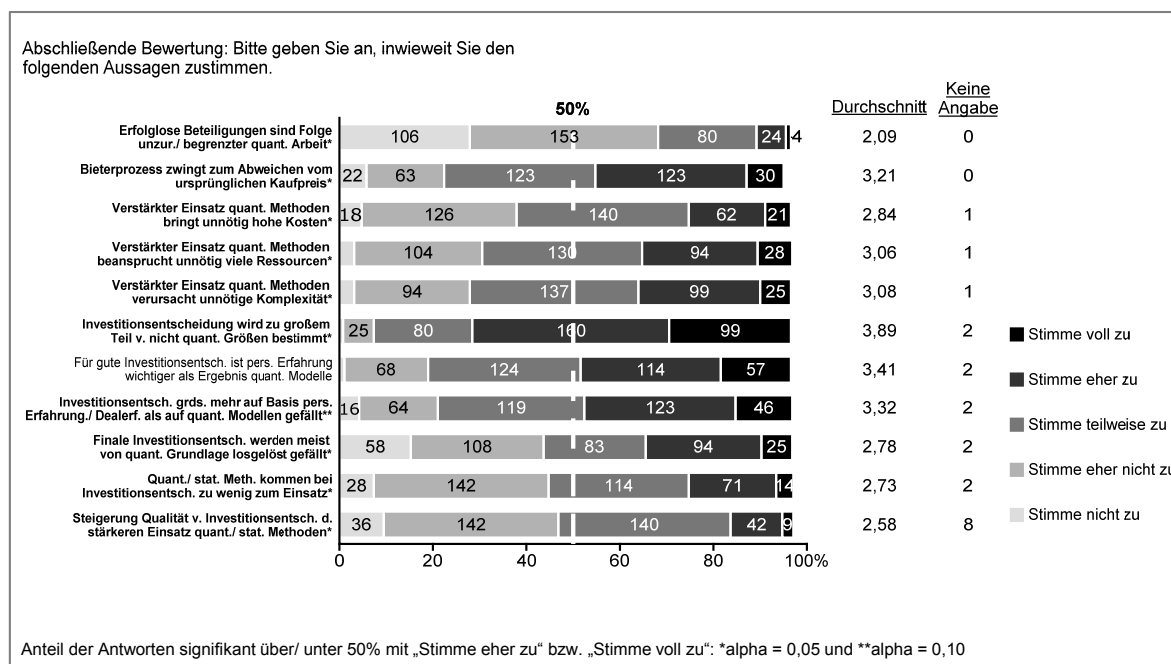


Abbildung 50: Frage 22 – Abschließende Bewertung: Bitte geben Sie an, inwieweit Sie den folgenden Aussagen zustimmen.¹¹¹⁸

Zusammengefasst stehen die Ergebnisse dieser Frage keinesfalls im Widerspruch zu den bisherigen Schlussfolgerungen. Vielmehr lässt sich ein komplementäres Verhältnis quantitativer Methoden mit weichen Faktoren erkennen, und keines substitutiver Natur, was auf das in Abschnitt 4.2.2 erwähnte Kontinuum zwischen analytischem und intuitivem Entscheidungsverhalten der Investoren hindeutet. Ein funktionierendes Zusammenspiel quantitativer und qualitativer Elemente bringt die besten Investitionsentscheidungen hervor. Diese Mischung ist freilich schwer zu definieren ist und erfordert ein gewisses Maß an Erfahrung -zumindest wurde über die Frage zur Gewichtung quantitativer und weicher Faktoren ein erstes greifbares Verhältnis ermittelt.

¹¹¹⁸ Eigene Darstellung. Die vollständig ausformulierten Variablenbezeichnungen finden sich im Fragebogen in Anhang 1 bei der entsprechenden Frage.

5.4.2.3 Zusammenfassung der Hypothesen aus deskriptiver Untersuchung und Binomialtests

Aufgrund des Umfangs der Befragung sowie der Hypothesen, sind in diesem Abschnitt die bisher behandelten Hypothesen mit ihren Ergebnissen in Kurzform zusammengefasst.

5.4.2.3.1 Ergebnis aus Hypothesen zu allgemeinen Fragen zu Due Diligence

Tabelle 16 fasst die zu allgemeinen Fragen zu Due Diligence zugehörigen Hypothesen sowie deren Ergebnisse zusammen.

Fragestellung	Hypothesen-Nr.	Hypothese	Zu untersuchende Fragestellung	Ergebnis
Fragestellung I: Wie gut ist die Due Diligence als wesentliches Element der Investitionsentscheidung mit Hinblick auf Risikotransparenz und Prognosestauglichkeit zu bewerten	Hypothese I.1	Due Diligence wird von Private Equity Experten mehrheitlich als geeignetes Instrument wahrgenommen, um Investitionsrelevante Informationen/ Prognosen zu erhalten	Mehrheitliche Zustimmung zur Fragestellung, ob Due Diligence dazu geeignet ist, die für die Investitionsentscheidung relevanten Informationen/ Prognosen zu erhalten	Hypothese nicht ablehnen für: Financial DD, Legal DD, Operations/ Technical DD, Tax DD, Commercial/ Strategische DD Hypothese ablehnen für: Vendor DD, sonstige DD
	Hypothese I.2	Due Diligence wird von Private Equity Experten mehrheitlich als geeignetes Instrument wahrgenommen, um Transparenz über die wesentlichen Investitionsrisiken herzustellen	Mehrheitliche Zustimmung zur Fragestellung, ob Due Diligence dazu geeignet ist, Transparenz über die wesentlichen Risiken herzustellen	Hypothese nicht ablehnen für: Unternehmenserfolge, Wettbewerb, Produkte, Kosten, Verschuldungsgrad, Investitionsplanung, Rechtsverhältnisse, Steuern Hypothese ablehnen für: Managementqualität, Umsatz, Markt, Exit-Optionen, Regulation/ Politik, potentielle Poison Pills
Fragestellung II: Welcher Stellenwert wird der von der Verkäuferseite angebotenen Entscheidungsgrundlage (insbesondere Vendor Due Diligence) in der Praxis beigemessen, um ein verlässliches Bild über das Zielunternehmen zu erhalten, und wie wichtig ist es daher für die Käuferseite, selbst eine Due Diligence durchzuführen	Hypothese II.1	Der von der Verkäuferseite bereitgestellten Entscheidungsgrundlage (insbesondere Vendor Due Diligence) wird ein begrenzter Stellenwert – vor allem im Vergleich zu käuferseitig durchgeführten Due Diligence Gutachten und anderen Informationsquellen beigemessen	Bewertung der Vendor Due Diligence entlang von: - Eignung zum Erhalt relevanter Informationen/ Prognosen für die Investitionsentscheidung - Häufigkeit der Identifikation kritischer Punkte/ 'Red/ Flags' - Wichtigkeit als Informationsquelle für die Investitionsentscheidung	Hypothese entlang aller Fragestellungen nicht ablehnen
	Hypothese II.2	Verkäuferinformationen und deren Interpretation durch die Käuferseite selbst fallen in den meisten Fällen zu optimistisch aus, insbesondere in den Bereichen mit erhöhter Prognoseunsicherheit/ erhöhtem Interpretationsspielraum, z.B. Markt/ Umsatzentwicklung, Unternehmenswert	Fragestellung, in wie viel Prozent der Fälle sich die von der Verkäuferseite angegebenen unternehmenswertrelevanten Informationen als zu optimistisch, realistisch oder zu pessimistisch herausstellen	Hypothese nicht ablehnen für: Unternehmenswert, Marktentwicklung, Umsatzentwicklung, Kostensenkung, Unternehmenserfolge und Managementqualität Hypothese ablehnen für: Investitionsplanung und Rechtsverhältnisse
	Hypothese II.3	Die käuferseitig wahrgenommene Unsicherheit bei der Investitionsentscheidung steht in direktem Zusammenhang mit der Ausnutzung von Informationsvorsprüngen durch die Käuferseite, insbesondere in den Bereichen mit erhöhter Prognoseunsicherheit/ erhöhtem Interpretationsspielraum, z.B. Markt/ Umsatzentwicklung, Unternehmenswert	Regression zwischen zu optimistischen Verkäuferangaben und eingeschätzter Höhe der Risiken nach Bereich (Markt, Umsatz, etc...)	Hypothese nicht ablehnen

Tabelle 16: Ergebnisübersicht der Untersuchung von Hypothesen zu allgemeinen Fragen zu Due Diligence.¹¹¹⁹

¹¹¹⁹ Eigene Darstellung.

Entlang der Hypothesen zu allgemeinen Fragen zu Due Diligence sind an dieser Stelle folgende Ergebnisse festzuhalten:

- Käuferseitig durchgeführte Due Diligence Gutachten (Financial Due Diligence, Legal Due Diligence, Operations/ Technical Due Diligence sowie Commercial/ Strategic Due Diligence) werden mehrheitlich als geeignete Instrumente wahrgenommen, um die für die Investitionsentscheidung relevanten Informationen/ Prognosen zu erhalten
- Due Diligence wird mehrheitlich als dazu geeignet erachtet um Transparenz über Risiken zu Unternehmenserfolgen, Wettbewerb, Produkten, Kosten, Verschuldungsgrad, Investitionsplanung, Rechtsverhältnisse sowie Steuern herzustellen –im weitesten Sinne Themen, die konkreter vorhersehbar bzw. berechenbar sind
- Due Diligence wird mehrheitlich nicht als dazu geeignet erachtet, um Transparenz über Risiken zu Managementqualität, Umsatz, Markt, Exit-Optionen, Regulation/ Politik, potentielle Poison Pills herzustellen –hierunter fallen die für Private Equity Investoren relevanten Themen, um die Zukunftsfähigkeit bzw. Stabilität der Geschäftsentwicklung des Zielunternehmens zu bewerten
- Die von der Verkäuferseite bereitgestellte Informationsgrundlage (insbesondere Vendor Due Diligence) hat für Private Equity Investoren einen begrenzten Wert
 - Vendor Due Diligence Gutachten wird mehrheitlich nicht die Eignung zugesprochen, die für die Investitionsentscheidung relevanten Informationen/ Prognosen bereitzustellen
 - Vendor Due Diligence Gutachten zeigen mehrheitlich selten bis gelegentlich ‚Red Flags‘ auf, also kritische Punkte, die zu einer Nicht-Durchführung der untersuchten Investition führen könnten – insbesondere fällt die Häufigkeit von ‚Red Flags‘ deutlich niedriger aus als bei käuferseitig durchgeführten Due Diligence Gutachten

- Vendor Due Diligence spielt in der Bedeutung als Informationsquelle gerade im Vergleich zu anderen Informationsquellen eine mehrheitlich untergeordnete Rolle¹¹²⁰
- Verkäuferinformationen stellen sich besonders in den Bereichen mit dem größten Interpretationsspielraum in den meisten Fällen als zu optimistisch heraus (Unternehmenswert, Marktentwicklung, Umsatzentwicklung, Kostenentwicklung, Unternehmenserfolge und Managementqualität), in Bereichen mit geringerem Interpretationsspielraum (Investitionsplanung und Rechtsverhältnisse) ist dies nicht gegeben – insofern ist davon auszugehen, dass die Verkäuferseite den eigenen Informationsvorsprung gegenüber der Käuferseite anscheinend systematisch zu nutzen versucht
- Die käuferseitig wahrgenommene Höhe der Risiken steht in einem direkten Zusammenhang mit zu optimistischen Verkäuferangaben, Informationsasymmetrien sind somit ein klarer Treiber für Risiken bei der Investitionsentscheidung
- Die Vendor Due Diligence hat dennoch für den Verkäufer einen bestimmten Wert:
 - In seltenen Fällen zeigt sich, dass Verkäuferangaben laut den Befragten zu pessimistisch ausfallen – dieser wenig häufige Umstand dreht die Situation von Käufer und Verkäufer mit Hinblick auf die Informationsrisiken um, da der Käufer diesen Umstand zu seinem Vorteil nutzen kann, die Vendor Due Diligence kann den Verkäufer vor diesem Umstand schützen
 - Weiterhin eignet sich die Vendor Due Diligence für den Verkäufer dazu, um eine erste Verkaufspreisvorstellung und einen ersten ‚Anker‘ für die Verhandlung im Zuge der Transaktion zu setzen
 - Zuletzt kann der Verkäufer mit der Vendor Due Diligence versuchen, ein vertrauensbildendes ‚Signalling‘ an den Käufer zu senden

¹¹²⁰ Die zugehörige Fragestellung befindet sich im Abschnitt ‚Einsatz und Rolle quantitativer & qualitativer Methoden bei Private Equity Transaktionen‘, der auf die Vendor Due Diligence bezogene Teil sei jedoch schon hier erwähnt.

5.4.2.3.2 Ergebnis aus Hypothesen zu Einsatz und Rolle quantitativer & qualitativer Methoden bei Private Equity Transaktionen

Tabelle 17 fasst die zu Einsatz und Rolle qualitativer und quantitativer Methoden zugehörigen Hypothesen sowie deren Ergebnisse zusammen.

Empirische Untersuchung

Fragestellung	Hypothesen-Nr.	Hypothese	Zu untersuchende Fragestellung	Ergebnis
Fragestellung III: Welche Rolle/ Funktion haben quantitative Methoden im Zuge der Investitionsentscheidung (z.B. zentrale Entscheidungsgrundlage, Informationsverarbeitung, etc.)	Hypothese III.1	Quantitative Methoden spielen für die Investitionsentscheidung mehrheitlich eine zentrale Rolle (z.B. Informationsverarbeitung, Berechnung von Sensitivitäten/ Risiken)	Fragestellung, inwiefern quantitative Modelle verschiedene Rollen bei der Investitionsentscheidung spielen	Hypothese nicht ablehnen , quantitative Methoden erfüllen mehrheitlich verschiedene bedeutende Rollen (Durchführung von Sensitivitäten, Risikoeinschätzung, zentrale Entscheidungsgrundlage und -unterstützung, Verhandlungsunterstützung, ...)
	Hypothese III.2	Bei extern bezogenen Informationen/ Daten/ Prognosen spielen eingesetzte quantitative/ statistische Verfahren eine untergeordnete Rolle gegenüber äußerlich einfach nachzuvollziehenden Kriterien wie Reputation des Anbieters und zugrundeliegende Datenquellen	Fragestellung nach der Wichtigkeit von Kriterien bei extern bezogenen/ zugekauften Informationen/ Daten/ Prognosen	Hypothese nicht ablehnen , eingesetzte quantitative/ statistische Methoden sind für die Bewertung extern bezogener Informationen/ Daten/ Prognosen mehrheitlich nicht 'eher wichtig' bzw. 'sehr wichtig', Anbieterreputation, Datenquellen und Art/ Umfang der verwendeten Daten stehen hier im Fokus
Fragestellung IV: Welche quantitativen und qualitativen Methoden (Modellierungen, Unternehmensbewertungsverfahren, statistische Methoden, etc.) werden im Zuge der Entscheidung über eine Private Equity Transaktion eingesetzt	Hypothese IV.1	Modellierungen (z.B. Szenarien, GuV, Cash Flow, Markt) und Unternehmensbewertungsverfahren kommen bei Private Equity Transaktionen mehrheitlich immer zum Einsatz	Fragestellung nach der Häufigkeit des Einsatzes von Modellierungen bei der Investitionsentscheidung	Hypothese nicht ablehnen für: Allgemeine Modellierungen (z.B. GuV, Cash Flows, Markt), Szenarien, Benchmarks Hypothese ablehnen für: Treiberbäume und Portfoliomodellierungen
	Hypothese IV.2	Gängige Unternehmensbewertungsverfahren kommen bei Private Equity Transaktionen mehrheitlich immer zum Einsatz	Fragestellung nach der Häufigkeit des Einsatzes von Bewertungsverfahren bei der Investitionsentscheidung	Hypothese nicht ablehnen für: Multiples (Markt), Multiples (Transaktionen), Rendite (z.B. IRR), LBO-Modell, DCF-Methoden Hypothese ablehnen für: Ertragswert-Verfahren, Sum of Parts/ Zerschlagungswerte, Substanzwert/ Liquidationswert, CAPM, Optionsbewertungsverfahren
	Hypothese IV.3	Statistische Methoden kommen im Zuge der Investitionsentscheidung mehrheitlich nur in begrenztem Umfang zum Einsatz	Fragestellung nach der Häufigkeit des Einsatzes von statistischen Methoden bei der Investitionsentscheidung	Hypothese für alle aufgeführten Methoden nicht ablehnen
	Hypothese IV.4	Systematisierte qualitative Methoden (z.B. DELPHI-Methode, Analogieschluss) kommen im Zuge der Investitionsentscheidung im Vergleich zu einfachen Expertenbefragungen/ Interviews nur sehr begrenzt zum Einsatz	Fragestellung nach der Häufigkeit des Einsatzes von qualitativen Methoden bei der Investitionsentscheidung	Hypothese nicht ablehnen
	Hypothese IV.5	Der Einsatz von quantitativen Methoden unterscheidet sich signifikant zwischen den verschiedenen Unternehmensarten (Venture Capital, Buyout, Unternehmensberatung, Investmentbank)	Varianzanalytischer Vergleich der Unternehmensarten mit Hinblick auf die Häufigkeit des Einsatzes der abgefragten quantitativen Methoden	Hypothese insgesamt nicht ablehnen
Fragestellung V: Worin begründet sich ein unter Umständen begrenzter Einsatz mathematisch/ statistischer Methoden und wird ein verstärkter Einsatz quantitativer Methoden befürwortet	Hypothese V.1	Ein begrenzter Einsatz mathematisch/ statistischer Methoden begründet sich in äußeren Limitationen bzw. 'analytical laziness' (z.B. fehlende Kenntnisse, fehlende Ressourcen, zu hohe Kosten, zu hoher Zeitaufwand)	Fragestellung nach möglichen äußeren Gründen für einen begrenzten Einsatz statistischer Methoden bei der Investitionsentscheidung (zu hoher Zeitaufwand, fehlende Softwarekenntnisse, fehlender Ressourcen, fehlende Kenntnisse, zu hohe Kosten)	Hypothese ablehnen
	Hypothese V.2	Ein begrenzter Einsatz mathematisch/ statistischer Methoden begründet sich in technischen/ inhaltlichen Limitationen (z.B. Vergangenheitsbezug, begrenzter Mehrwert für Entscheidungsqualität, fehlende Datenverfügbarkeit)	Fragestellung nach möglichen technischen Gründen für einen begrenzten Einsatz statistischer Methoden bei der Investitionsentscheidung (zu geringer Datenumfang, mangelnde Datenverfügbarkeit, kein signifikanter Mehrwert für die Entscheidungsqualität, keine/ begrenzte Praxisrelevanz, Vergangenheitsbezug)	Hypothese nicht ablehnen
	Hypothese V.3	Ein verstärkter Einsatz quantitativer Methoden bei Private Equity Transaktionen wird mehrheitlich nicht befürwortet	Fragestellung nach der Zustimmung zu Aussagen, die einen verstärkten Einsatz statistischer Methoden befürworten	Hypothese nicht ablehnen
Fragestellung VI: Worin werden die wesentlichen Erfolgsfaktoren für die Arbeit im Private Equity gesehen	Hypothese VI.1	Mehrheitlich werden weiche Erfolgsfaktoren, z.B. Dealerfahrung, Netzwerk, als Erfolgstreiber für die Arbeit im Private Equity gesehen	Fragestellung nach verschiedenen Erfolgsfaktoren für die erfolgreiche Arbeit im Private Equity	Hypothese nicht ablehnen
	Hypothese VI.2	Bedeutende quantitative methodische Erfolgsfaktoren beschränken sich auf betriebswirtschaftliche Themen, z.B. Finanzierung, Unternehmensbewertung, Rechnungslegung		Hypothese nicht ablehnen
	Hypothese VI.3	Mathematisch/ statistische Kenntnisse wird für die erfolgreiche Arbeit im Private Equity mehrheitlich eine untergeordnete Rolle beigemessen		Hypothese nicht ablehnen
Fragestellung VII: Welche Gewichtung haben quantitative und 'weiche' Faktoren (z.B. Erfahrung, Expertenwissen, etc.) bei der Entscheidung über den Erwerb einer Beteiligung	Hypothese VII.1	Quantitative Methoden haben bei der Investitionsentscheidung eine geringere Gewichtung als 'weiche' Faktoren (z.B. erfahrung, Expertenwissen, etc.)	Fragestellung nach der Gewichtung quantitativer Methoden und weicher Faktoren bei der Investitionsentscheidung und Fragestellung nach dem Zusammenspiel von Expertenwissen und dem Ergebnis quantitativer Methoden	Hypothese nicht ablehnen
	Hypothese VII.2	Bei der Investitionsentscheidung stehen nicht quantitativ greifbare Faktoren im Vordergrund	Fragestellung nach der Zustimmung zu Aussagen, die weichen Faktoren eine höhere Bedeutung bei der Investitionsentscheidung beimessen und Fragestellung nach dem Zusammenspiel von Expertenwissen und dem Ergebnis quantitativer Methoden	Hypothese ablehnen

Tabelle 17: Ergebnisübersicht der Untersuchung von Hypothesen zu Einsatz und Rolle quantitativer und qualitativer Methoden bei der Investitionsentscheidung.¹¹²¹

¹¹²¹ Eigene Darstellung.

Entlang der Hypothesen zu allgemeinen Fragen zu Due Diligence sind an dieser Stelle folgende Ergebnisse festzuhalten:

- Quantitative Methoden spielen mehrheitlich eine bedeutende Rolle bei der Investitionsentscheidung, dabei erfüllen sie verschiedene Funktionen von der Risikoeinschätzung/ Durchführung von Sensitivitäten über Verhandlungs-/ Entscheidungsunterstützung bis hin zur zentralen Entscheidungsgrundlage
- Bei extern bezogenen Daten/ Informationen/ Prognosen kommt es weniger auf die eingesetzten quantitativen Methoden an, vielmehr stehen die Reputation des Anbieters, Datenquellen und Art/ Umfang der verwendeten Daten im Vordergrund –auch Themen wie Kosten/ Preis bzw. Anbietervielfalt sind mehrheitlich nicht ausschlaggebend, wenn es um den Zukauf von Daten/ Informationen/ Prognosen geht
- Modellierungen kommen bei Private Equity Transaktionen nahezu immer zum Einsatz, insbesondere allgemeine Modellierungen (z.B. Gewinn- und Verlustrechnung, Cash Flow, Markt), Szenarien und Benchmarks – Treiberbäume und Portfoliomodellierungen finden eher gelegentliche Anwendung
- Bewertungsverfahren kommen bei Private Equity Transaktionen nahezu immer zum Einsatz, dabei stehen vor allem Multiple-Bewertungen (Markt & Transaktionen), Renditemodellierungen, LBO-Modelle und DCF-Methoden im Vordergrund – andere Bewertungsverfahren (Ertragswert, Sum of Parts/ Zerschlagungswert, Substanzwert/ Liquidationswert, CAPM und Optionsbewertungsverfahren kommen seltener bis gelegentlich zum Einsatz
- Statistische Methoden kommen bei Private Equity Transaktionen nur begrenzt zum Einsatz, lediglich einfachere statistische Verfahren finden gelegentlich Anwendung
- Beim Einsatz quantitativer Methoden gibt es insgesamt signifikante Unterschiede nach Unternehmensart, dies betrifft vor allem die eingesetzten Bewertungsverfahren und den Einsatz statistischer Methoden zwischen Unternehmensberatung und Private Equity Gesellschaften
- Systematische qualitative Methoden (z.B. DELPHI-Methode, Analogieschluss) kommen bei Private Equity Transaktionen nur begrenzt zum Einsatz

- Ein begrenzter Einsatz statistischer Methoden begründet sich mehrheitlich nicht in ‚äußeren‘ Limitationen, die einer ‚analytical laziness‘ zugerechnet werden können (zu hohe Kosten, Zeitaufwand, Ressourcenaufwand und fehlende Kenntnissen in Methoden und Software) sondern vielmehr in ‚technischen/ inhaltlichen‘ Limitationen (zu geringer Datenumfang, mangelnde Datenverfügbarkeit, keine/ begrenzte Praxisrelevanz, kein signifikanter Mehrwert für die Entscheidungsqualität und Vergangenheitsbezug der Methoden)
- Ein verstärkter Einsatz quantitativer Methoden bei private Equity Transaktionen wird mehrheitlich nicht befürwortet, wobei auch dies nicht mit ‚äußeren‘ Limitationen bzw. ‚analytical laziness‘ (unnötig hoher Kosten-, Ressourcen- und Zeitaufwand) begründet wird
- Für die erfolgreiche Arbeit im Private Equity werden ‚weiche‘ Faktoren wie Dealerfahrung, Verhandlungsgeschick, allgemeines Geschäftsverständnis, Timing von Deals und Kommunikationskenntnisse am wichtigsten erachtet, die danach folgenden als wichtig betrachteten quantitativen Kenntnisse beziehen sich auf PE-nahe Themen wie Unternehmensbewertung, Finanzierung und Rechnungslegung – mathematisch/ statistische Kenntnisse sowie Kenntnisse in dazugehörigen Programmen spielen eine eher untergeordnete Rolle
- Quantitative Methoden erfahren bei der Investitionsentscheidung eine geringere Gewichtung als ‚weiche‘ Faktoren, jedoch werden weiche Faktoren deshalb mehrheitlich nicht auch als ‚wichtiger‘ bewertet

5.4.3 Untersuchung von Variablenzusammenhängen

Um tiefere Zusammenhänge zu Einsatz und der Rolle quantitativer Methoden bei der Investitionsentscheidung im Private Equity zu analysieren, zielt der vorliegende Abschnitt auf die Durchführung eines Strukturgleichungsmodells ab. Dabei geht es darum, eine Antwort auf die folgenden zuvor formulierten Fragestellungen zu geben.¹¹²²

¹¹²² Vgl. Abschnitt 5.1, hier sind auch die detaillierten Hypothesen formuliert.

Fragestellung VIII: Wodurch werden die Gewichtungen von quantitativen und Methoden ‚weichen‘ Faktoren bei der Investitionsentscheidung beeinflusst bzw. verursacht

Fragestellung IX: Gibt es einen Zusammenhang zwischen quantitativer Arbeit, deren Bedeutung und dem wirtschaftlichen Erfolg einer Private Equity Gesellschaft (relative Fund Performance)

Die Untersuchung der zu diesen beiden Fragestellungen zugehörigen Hypothesen erfolgt in drei Schritten:¹¹²³

1. Definition der für die Untersuchung der genannten Hypothesen postulierten Konstrukte
2. Überprüfung der postulierten (reflektiven) Konstrukte auf Eindimensionalität mittels einer Hauptkomponentenanalyse in SPSS
3. Durchführung des Strukturgleichungsmodells mit den relevanten Konstrukten

5.4.3.1 Ex ante postulierte Konstrukte für die Untersuchung der aufgestellten Hypothesen

Im folgenden erfolgt die Zuordnung der Variablen im Fragebogen zu den postulierten Konstrukten (siehe Tabelle 18), deren Verwendbarkeit in einem nächsten Schritt über eine Hauptkomponentenanalyse untersucht wird. Insgesamt wurden auf Grundlage der zu untersuchenden Hypothesen 15 Konstrukte postuliert und 84 der insgesamt 240 Variablen für die Hauptkomponentenanalyse verwendet.

¹¹²³ In dieser Reihenfolge geht z.B. auch Vollerthun (2012) in einer Untersuchung zu Mitarbeiterengagement und Unternehmenserfolg vor.

Empirische Untersuchung

Postulierte Items	Zugeordnete Variablen
Ablehnung eines verstärkten Einsatzes quantitativer Methoden	Abschließende Bewertung - unnötig hohe Kosten durch verstärkten Einsatz quantitativer Methoden
	Abschließende Bewertung - unnötige Komplexität durch verstärkten Einsatz quantitativer Methoden
	Abschließende Bewertung - unnötig viele Ressourcen durch verstärkten Einsatz quantitativer Methoden
Arbeit im PE - Netzwerk als Erfolgstreiber	PE-Erfolgsfaktoren - Netzwerk in Branche des Zielunternehmens
	PE-Erfolgsfaktoren - Netzwerk in PE Branche
	PE-Erfolgsfaktoren - Netzwerk zu Banken
	PE-Erfolgsfaktoren - Netzwerk zu Beratern
	PE-Erfolgsfaktoren - Reputation der PE Gesellschaft
Arbeit im PE - persönliche Erfahrung als Erfolgstreiber	PE-Erfolgsfaktoren - Branchenerfahrung
	PE-Erfolgsfaktoren - Dealerfahrung
	PE-Erfolgsfaktoren - Managementenerfahrung
Arbeit im PE - PE-Toolkit als Erfolgstreiber	PE-Erfolgsfaktoren - Finanzierungskenntnisse
	PE-Erfolgsfaktoren - Kenntnisse in MS Office
	PE-Erfolgsfaktoren - Kenntnisse über Rechnungslegung
	PE-Erfolgsfaktoren - Kenntnisse über Unternehmensbewertung
	PE-Erfolgsfaktoren - VWL Kenntnisse
Arbeit im PE - quantitative Kenntnisse als Erfolgstreiber	PE-Erfolgsfaktoren - Kenntnisse in mathematischen Programmen
	PE-Erfolgsfaktoren - Kenntnisse in statistischen Programmen
	PE-Erfolgsfaktoren - mathematische/ statistische Kenntnisse
Arbeit im PE - weiche Kenntnisse als Erfolgstreiber	PE-Erfolgsfaktoren - Allgemeines Geschäftsverständnis
	PE-Erfolgsfaktoren - Geschwindigkeit
	PE-Erfolgsfaktoren - Intuition
	PE-Erfolgsfaktoren - Kommunikationskenntnisse
	PE-Erfolgsfaktoren - Kreativität
	PE-Erfolgsfaktoren - Struktur (z.B. Arbeitsweise)
	PE-Erfolgsfaktoren - Timing von Deals
PE-Erfolgsfaktoren - Verhandlungsgeschick	
Äußere Limitationen für den begrenzten Einsatz statistischer Methoden ('analytical laziness')	Begrenzter Einsatz statistischer Methoden - fehlende Kenntnisse
	Begrenzter Einsatz statistischer Methoden - fehlende Ressourcen
	Begrenzter Einsatz statistischer Methoden - zu hohe Kosten
	Begrenzter Einsatz statistischer Methoden - fehlende Softwarekenntnisse
	Begrenzter Einsatz statistischer Methoden - zu hoher Zeitaufwand
Technische/ inhaltliche Limitationen für den begrenzten Einsatz statistischer Methoden	Begrenzter Einsatz statistischer Methoden - keine/ begrenzte Praxisrelevanz
	Begrenzter Einsatz statistischer Methoden - kein signifikanter Mehrwert für die Entscheidungsqualität
	Begrenzter Einsatz statistischer Methoden - mangelnde Datenverfügbarkeit
	Begrenzter Einsatz statistischer Methoden - Vergangenheitsbezug
	Begrenzter Einsatz statistischer Methoden - zu geringer Datenumfang
Bedeutende Rolle quantitativer Methoden	Bewertung Expertenwissen - Gewichtung hängt von der Qualität quantitativer Modelle ab
	Externe Informationen/ Daten - Wichtigkeit eingesetzter quantitativer/ statistischer Verfahren
	Wichtigkeit DD-Kriterien - Berechnungsmethoden
	Zweck/ Rolle quantitativer Methoden - Entscheidungsunterstützung
	Zweck/ Rolle quantitativer Methoden - Ergebnisrechtfertigung
	Zweck/ Rolle quantitativer Methoden - Informationsumsetzung in entscheidungsrelevante Zahlen
	Zweck/ Rolle quantitativer Methoden - Risikoeinschätzung
	Zweck/ Rolle quantitativer Methoden - Sensitivitäten
	Zweck/ Rolle quantitativer Methoden - Verhandlungsunterstützung
Zweck/ Rolle quantitativer Methoden - zentrale Entscheidungsgrundlage	
Bedeutende Rolle von Expertenwissen	Bewertung Expertenwissen - ergänzt das Ergebnis von quantitativen Modellen
	Bewertung Expertenwissen - grundsätzlich wichtiger als das Ergebnis von quantitativen Modellen
	Bewertung Expertenwissen - Input für quantitative Modelle
	Bewertung Expertenwissen - kalibriert Ergebnis von quantitativen Modellen
	Bewertung Expertenwissen - Validierung von Modellannahmen
	Bewertung Expertenwissen - wird von quantitativen Modellen ergänzt
Befürwortung eines verstärkten Einsatzes quantitativer Methoden	Abschließende Bewertung - erfolgreiche Beteiligungen sind die Folge unzureichender/ begrenzter quantitativer Arbeit
	Abschließende Bewertung - quantitative/ statistische Methoden werden bei der Investitionsentscheidung zu wenig eingesetzt
	Abschließende Bewertung - Steigerung der Qualität der Investitionsentscheidung durch stärkeren Einsatz quantitativer/ statistischer Methoden
Einsatz statistischer Methoden	Einsatz statistischer Methoden - einfache Verfahren
	Einsatz statistischer Methoden - komplexe Verfahren
	Einsatz statistischer Methoden - Nicht-lineare Optimierungsverfahren
	Einsatz statistischer Methoden - Simulationsverfahren
Einsatz von Bewertungsverfahren	Einsatz Bewertungsverfahren - CAPM
	Einsatz Bewertungsverfahren - DCF-Methoden
	Einsatz Bewertungsverfahren - Ertragswert-Verfahren
	Einsatz Bewertungsverfahren - LBO-Modell
	Einsatz Bewertungsverfahren - Multiples (Markt)
	Einsatz Bewertungsverfahren - Multiples (Transaktionen)
	Einsatz Bewertungsverfahren - Optionsbewertungsverfahren
	Einsatz Bewertungsverfahren - Rendite (z.B. IRR)
	Einsatz Bewertungsverfahren - Substanzwert/ Liquidationswert
	Einsatz Bewertungsverfahren - Sum of Parts/ Zerschlagungswerte
	Einsatz Bewertungsverfahren - allgemeine Modellierungen (z.B. GuV, CF, Markt)
Einsatz von Modellierungen	Einsatz Modellierungen - Benchmarks
	Einsatz Modellierungen - Porfoliomodellierungen
	Einsatz Modellierungen - Szenarien
	Einsatz Modellierungen - Treiberbäume
Persönliche Erfahrung	# durchgeführter Due Diligences
	Berufserfahrung - gesamt (in Jahren)
	Berufserfahrung - PE (in Jahren)
	Derzeitige Position
Betonung persönlicher Erfahrung und weicher Faktoren gegenüber quantitativen Methoden	Abschließende Bewertung - Bieterprozess zwingt zum Abweichen von ursprünglichen Kaufpreis
	Abschließende Bewertung - für eine gute Investitionsentscheidung ist persönliche Erfahrung wichtiger als das Ergebnis quantitativer Modelle
	Abschließende Bewertung - die Investitionsentscheidung wird grundsätzlich mehr auf Basis persönlicher Erfahrung/ Dealerfahrung als auf quantitativen Modellen gefällt
	Abschließende Bewertung - die Investitionsentscheidung ist meist von quantitativer Grundlage losgelöst
Abschließende Bewertung - die Investitionsentscheidung wird zu einem großem Teil von nicht quantitativen Größen bestimmt	

Tabelle 18: Postulierte Variablenpakete und zugehörige Variablen für Hauptkomponentenanalyse.¹¹²⁴

¹¹²⁴ Eigene Darstellung.

5.4.3.2 Hauptkomponentenanalyse zur Überprüfung der postulierten Konstrukte

In diesem Abschnitt erfolgt zunächst eine theoretische Kurzbeschreibung der Hauptkomponentenanalyse, bevor auf deren konkrete Vorbereitung/ Durchführung sowie die Ergebnisse in der vorliegenden Untersuchung eingegangen wird.

5.4.3.2.1 Theoretische Kurzbeschreibung der Hauptkomponentenanalyse

Die Hauptkomponentenanalyse gehört zu den multivariaten¹¹²⁵ explorativen Analyseverfahren, was bedeutet, dass ex ante nicht notwendigerweise vorgegebene Variablenzusammenhänge postuliert werden müssen.¹¹²⁶ Es sei jedoch angemerkt, dass die Hauptkomponentenanalyse ebenso angewendet werden kann, wenn –wie in der vorliegenden Arbeit– bereits vorab konkrete Hypothesen zur Untersuchung vorliegen. Für diese Arbeit wird zur Dimensionsreduktion die im Softwarepaket IBM SPSS Statistics 22 vorhandene Hauptkomponentenanalyse verwendet. Sie ist verwandt mit der Faktorenanalyse und insofern erhält man hierbei mit der Faktorenanalyse vergleichbare Ergebnisse.¹¹²⁷ Auch wenn das Softwarepaket aufgrund seiner Menüführung suggeriert, dass die Hauptkomponentenanalyse eine Sonderform der Faktorenanalyse ist, ist dem nicht der Fall –es handelt sich um zwei unterschiedliche Methoden. Deshalb ist an dieser Stelle –analog zu Hatzinger und Nagel (2013)- im Zusammenhang mit dem Begriff Faktor stets die Hauptkomponente gemeint. Nachdem diese Analyse nicht direkt dabei hilft, konkrete Hypothesen zu validieren (es sei denn, es handelt sich um das Identifizieren von Datenstrukturen)¹¹²⁸, dient sie in erster Linie als Ausgangslage für weitere Analysen, wie z.B. ein Strukturgleichungsmodell. Hatzinger und Nagel (2013) fassen die Ziele der Hauptkomponentenanalyse wie folgt zusammen:¹¹²⁹

¹¹²⁵ Vgl. Hatzinger und Nagel (2013), S. 320.

¹¹²⁶ Vgl. Backhaus et al. (2010), S. 330; vgl. Hatzinger und Nagel (2013), S. 320 f.

¹¹²⁷ Dieser und die nächsten zwei Sätze vgl. Hatzinger und Nagel (2013), S. 321.

¹¹²⁸ Teilsatz vgl. Hatzinger und Nagel (2013), S. 321.

¹¹²⁹ Vgl. Hatzinger und Nagel (2013), S. 321.

- Reduktion einer größeren Zahl miteinander korrelierter Variablen auf eine kleinere Zahl unkorrelierter Variablen, wobei ein Großteil der Information bewahrt werden soll
- Aufdecken einer Struktur, die einer Vielzahl von Variablen zugrunde liegt
- Entdecken von Mustern gemeinsamer Streuung (Korrelation) der multiplen Variablen
- Erzeugen künstlicher Dimensionen oder neuer Variablen (sogenannte Hauptkomponenten), die mit den ursprünglichen Variablen hoch korrelieren

Als erstes Ergebnis liefert die Hauptkomponentenanalyse eine Liste von Faktoren, (Hauptkomponenten), die jeweils eine Gruppe von Items (Variablen) zusammenfassen, die untereinander korrelieren, wobei jedoch die Hauptkomponenten untereinander eine möglichst geringe Korrelation aufweisen sollten.¹¹³⁰ Die Auswahl der Hauptkomponenten erfolgt –wegen des explorativen Charakters des Verfahrens- nach Inhalt und Interpretierbarkeit, wobei typischerweise folgende Kriterien heranzuziehen sind:¹¹³¹

1. Betrachtung der Eigenwerte, wobei nur Hauptkomponenten mit einem Eigenwert größer eins von Relevanz sind¹¹³²
2. Auswertung des Scree-Plots, wobei die Hauptkomponenten heranzuziehen sind, die links von einem erkennbaren Knick in der Kurve liegen¹¹³³

Zusammen mit diesen beiden Kriterien kann die kumulierte Gesamtvarianz hinzugezogen werden, die durch die ausgewählten Hauptkomponenten erklärt wird –hierbei

¹¹³⁰ Vgl. Hatzinger und Nagel (2013), S. 323.

¹¹³¹ Vgl. Backhaus et al. (2013), S. 359 ff.; vgl. Hatzinger und Nagel (2013), S. 324-326.

¹¹³² Der Eigenwert gibt den Erklärungswert der Hauptkomponente an, da dieser den Anteil der Gesamtvarianz in den Daten widerspiegelt, den die Komponente erklärt –dabei hängt der Eigenwert positiv von der Anzahl an Items und deren Korrelation untereinander ab. Es sollten nur die Hauptkomponenten berücksichtigt werden, die einen Eigenwert größer 1 haben, da sie sonst einen geringeren Erklärungswert aufweisen, als die in ihr zusammengefassten Items (vgl. Hatzinger und Nagel (2013), S. 324 f.).

¹¹³³ Der Scree-Plot sortiert die Hauptkomponenten absteigend von links nach rechts nach ihrem Eigenwert. Typischerweise hat nur eine begrenzte Anzahl von Hauptkomponenten hohe Eigenwerte, wobei diese rasch abnehmen und ab einer bestimmten Stelle konstant niedrige Werte aufweisen. (vgl. Hatzinger und Nagel (2013), S. 325 f.). Bei mehreren Knicken in der Kurve muss –sofern inhaltlich sinnvoll- nicht notwendigerweise beim ersten Knick Halt gemacht werden, letztlich erfordert die konkrete Anwendung der Kriterien das Ermessen des Forschers (vgl. Backhaus et al. (2013), S. 360).

gilt es, eine Balance zwischen der sinnvollen Anzahl an Hauptkomponenten aus den beiden genannten Auswahlkriterien und dem Streben nach eines möglichst hohen erklärten Varianzanteils zu finden.¹¹³⁴

Bei der Beleuchtung der Hauptkomponenten gilt das Augenmerk den Komponentenladungen in der Komponentenladungsmatrix, wobei die einzelnen Ladungen angeben, wie stark die einzelnen Items mit der neuen Variablen (Hauptkomponente) korrelieren bzw. auf diese laden.¹¹³⁵ Typischerweise sind die Komponentenladungen wie folgt zu interpretieren:¹¹³⁶

- >0,7: sehr hoch
- 0,5-0,69: hoch
- 0,3-0,49: dürftig
- < 0,3: sehr dürftig

Auch wenn die einzelnen Variablen einer Hauptkomponente zugeordnet sind, kann es sein, dass diese auch eine gewisse Korrelation mit anderen Hauptkomponenten haben, was die Interpretierbarkeit etwas erschwert, da die Hauptkomponenten dann nicht unabhängig voneinander sind.¹¹³⁷ Um die gewünschte Unabhängigkeit der einzelnen Hauptkomponenten zu erzielen, werden die Hauptkomponentenachsen entsprechend „rotiert“, damit die einzelnen Variablen möglichst nur einer Hauptkomponente zugeordnet werden und möglichst nahe an der dazugehörigen Achse liegen.¹¹³⁸ Es existieren verschiedene Rotationsverfahren, die sich grundsätzlich in orthogonale und schiefwinklige Rotationen einteilen lassen. Während erstere die Rechtwinkligkeit der Hauptkomponentenachsen und damit die Unkorreliertheit der Hauptkomponenten erhalten, erlauben schiefwinklige Rotationen eine gewisse Korrelation zwischen den Hauptkomponenten, was jedoch als weniger empfehlenswert gilt. Die am meisten verbreitete orthogonale Rotation ist die sog. Varimax-Rotation, die für die jeweilige Komponenten auf wenige Items mit hoher Ladung und für die

¹¹³⁴ Vgl. Hatzinger und Nagel (2013), S. 334 f.

¹¹³⁵ Vgl. Hatzinger und Nagel (2013), S. 326 f.

¹¹³⁶ Vgl. Hatzinger und Nagel (2013), S. 327.

¹¹³⁷ Vgl. Hatzinger und Nagel (2013), S. 327 f. Hier findet sich auch eine entsprechende graphische Erläuterung anhand eines Datenbeispiels.

¹¹³⁸ Dieser und die nächsten zwei Sätze vgl. Hatzinger und Nagel (2013), S. 328 f.

anderen Items eine Ladung möglichst nahe an Null anstrebt.¹¹³⁹ Daneben stellt die Quartamax-Rotation für Items mit hoher Ladung eine noch höhere Ladung und für Items mit niedriger Ladung eine noch niedrigere Ladung an, und die Equamax-Rotation ist als Mischverfahren dieser beiden zu betrachten. Bei der Auswahl der Hauptkomponenten ist diesen jeweils ein eigener, inhaltlich stimmiger und interpretierbarer Name zu geben, der sich nicht mit der Bezeichnung eines einzelnen darin befindlichen Items decken darf.¹¹⁴⁰

Im Rahmen der Hauptkomponentenanalyse gilt es auch zu prüfen, inwiefern die beleuchteten Daten hierfür überhaupt geeignet sind.¹¹⁴¹ Gängig ist hierbei das ‚Kaiser-Mayer-Olkin-Kriterium‘ (KMO), welches das Statistikpaket SPSS ausgeben kann. Diese Größe bewegt sich zwischen null und eins und stellt die Korrelation in den Daten unter Berücksichtigung der partiellen Korrelationen dar. Je höher das KMO-Kriterium ausfällt, desto höher ist die Güte der Hauptkomponentenanalyse, wobei Werte oberhalb von 0,8 als sehr gut, und Werte unterhalb von 0,5 als unbrauchbar gelten. Einhergehend mit dem KMO-Kriterium gibt SPSS das Ergebnis des Bartlett-Tests auf Sphärizität an, der die –in der Praxis selten erfüllte -Nullhypothese überprüft, dass alle Korrelationen null sind.¹¹⁴² Schließlich zeigen auf Variablenebene die sogenannten Kommunalitäten auf, wie gut die jeweiligen Variablen durch die Komponenten repräsentiert werden, indem die quadrierten Ladungen der einzelnen Variablen über alle extrahierten Komponenten aufsummiert werden. Je niedriger die Kommunalität, umso schlechter wird die Variable durch die Hauptkomponenten wiedergegeben –isofern sollten Variablen mit sehr niedrigen Kommunalitäten aus der Analyse entfernt werden.

Eine ausführliche Beschreibung der Faktoren-/ Hauptkomponentenanalyse findet sich z.B. in Fahrmeir et al. (1996), Backhaus et al. (2010) oder Hatzinger und Nagel (2013).

¹¹³⁹ Dieser und nächster Satz. Hatzinger und Nagel (2013), S. 328.

¹¹⁴⁰ Vgl. Hatzinger und Nagel (2013), S. 331.

¹¹⁴¹ Dieser und die nächsten drei Sätze vgl. Hatzinger und Nagel (2013), S. 332.

¹¹⁴² Dieser und die nächsten zwei Sätze vgl. Hatzinger und Nagel (2013), S. 333.

5.4.3.2.2 Ergebnisse der Hauptkomponentenanalyse

Die nächsten drei Unterabschnitte behandeln die Bestimmung der Anzahl an Hauptkomponenten, die Untersuchung der Modellgüte und zuletzt die inhaltliche Definition der weiter zu verwendenden Konstrukte. Die Durchführung der Hauptkomponentenanalyse erfolgte unter Verwendung der Varimax-Rotation und unter listenweisem Ausschluss fehlender Werte, die die vorliegende Stichprobengröße dies erlaubt.

5.4.3.2.2.1 Bestimmung der Anzahl der Hauptkomponenten

Insgesamt ergaben sich bei der Analyse 88 Hauptkomponenten, wobei 23 einen Eigenwert größer als eins haben (siehe Tabelle 19). Der Scree-Plot (siehe Abbildung 51) zeigt einen deutlichen Knick bei der achten Hauptkomponente, deren Eigenwert sich bei 2,164 befindet. Basierend auf diesem Ergebnis sind acht Hauptkomponenten für die weiteren Auswertungen auszuwählen.

Empirische Untersuchung

Hauptkomponente	Eigenwert	Erklärte Varianz (in %)	Kumulierte erklärte Varianz (in %)	Hauptkomponente	Eigenwert	Erklärte Varianz (in %)	Kumulierte erklärte Varianz (in %)
1	9,286	11,054	11,054	43	,557	,663	86,445
2	6,265	7,458	18,512	44	,518	,616	87,061
3	5,288	6,296	24,808	45	,486	,579	87,640
4	3,897	4,640	29,447	46	,481	,573	88,212
5	3,483	4,147	33,594	47	,466	,554	88,767
6	3,070	3,654	37,248	48	,456	,542	89,309
7	2,567	3,056	40,305	49	,444	,529	89,838
8	2,164	2,576	42,881	50	,438	,521	90,360
9	2,133	2,539	45,420	51	,415	,494	90,854
10	2,055	2,446	47,866	52	,402	,479	91,333
11	1,821	2,168	50,034	53	,390	,464	91,797
12	1,719	2,046	52,081	54	,377	,448	92,245
13	1,618	1,927	54,008	55	,366	,436	92,681
14	1,511	1,798	55,806	56	,353	,420	93,101
15	1,446	1,722	57,528	57	,331	,394	93,496
16	1,356	1,615	59,143	58	,318	,378	93,874
17	1,334	1,588	60,730	59	,308	,367	94,241
18	1,259	1,499	62,230	60	,297	,353	94,594
19	1,202	1,431	63,661	61	,294	,351	94,945
20	1,149	1,367	65,028	62	,279	,333	95,277
21	1,120	1,333	66,361	63	,277	,330	95,608
22	1,074	1,279	67,640	64	,266	,316	95,924
23	1,054	1,255	68,895	65	,251	,299	96,223
24	1,008	1,199	70,094	66	,243	,289	96,511
25	,975	1,161	71,256	67	,232	,276	96,787
26	,951	1,133	72,388	68	,225	,267	97,055
27	,875	1,042	73,430	69	,212	,253	97,308
28	,842	1,003	74,433	70	,208	,248	97,556
29	,832	,991	75,424	71	,201	,239	97,795
30	,788	,939	76,362	72	,194	,231	98,026
31	,776	,924	77,286	73	,185	,220	98,246
32	,753	,897	78,183	74	,181	,215	98,461
33	,741	,882	79,065	75	,173	,206	98,667
34	,706	,840	79,905	76	,163	,194	98,861
35	,695	,827	80,732	77	,153	,182	99,043
36	,663	,789	81,521	78	,151	,180	99,223
37	,642	,764	82,285	79	,135	,160	99,383
38	,613	,729	83,015	80	,128	,152	99,535
39	,605	,721	83,735	81	,112	,133	99,668
40	,586	,697	84,433	82	,104	,123	99,791
41	,568	,677	85,109	83	,093	,111	99,902
42	,565	,673	85,782	84	,082	,098	100,000

Extraction Method: Principal Component Analysis.

Tabelle 19: Extrahierte Hauptkomponenten mit Eigenwerten und erklärter Varianz.¹¹⁴³

¹¹⁴³ Eigene Darstellung basierend auf SPSS-Ausgabe.

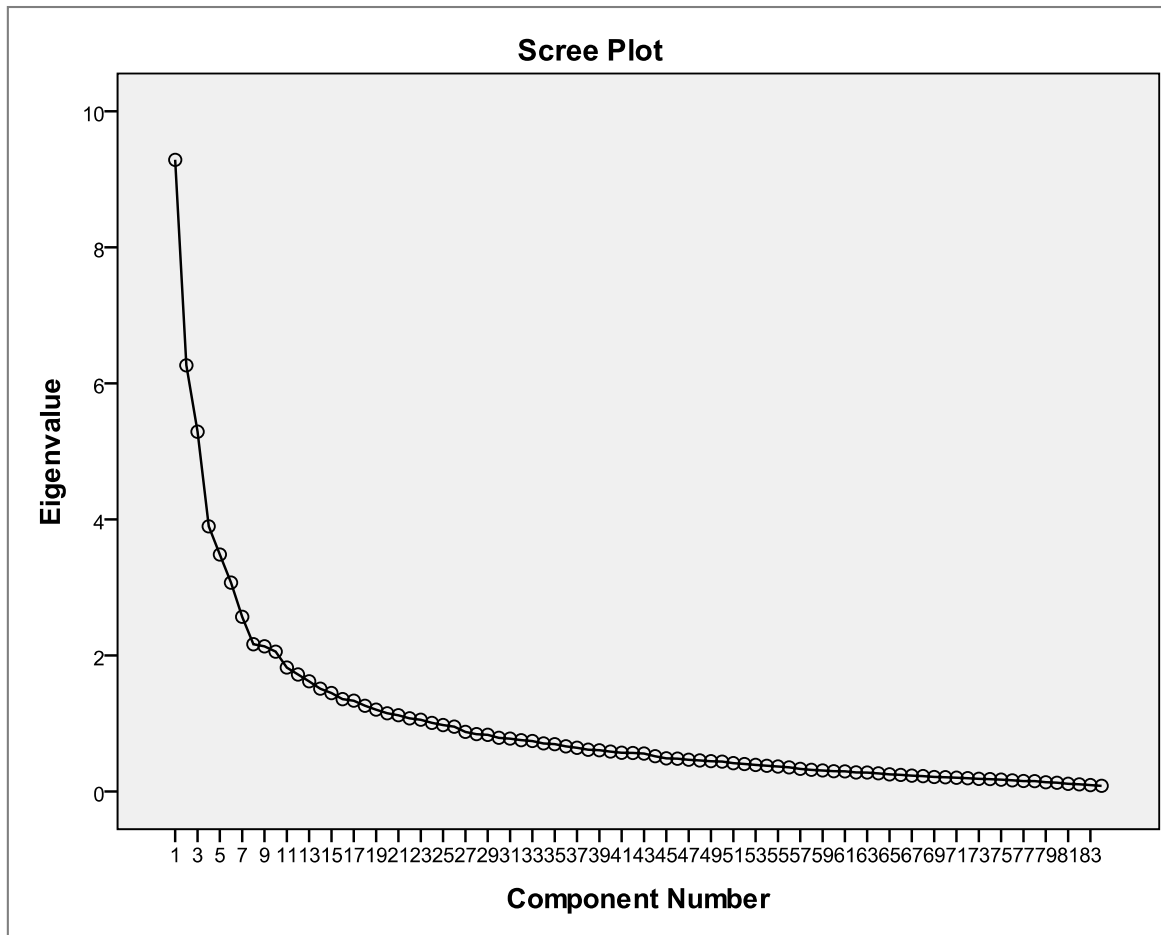


Abbildung 51: Scree-Plot der Hauptkomponentenanalyse.¹¹⁴⁴

5.4.3.2.2 Güte der Hauptkomponentenanalyse

In diesem Teilabschnitt wird auf die Güte der vorliegenden Hauptkomponentenanalyse eingegangen. Das KMO-Kriterium ergibt hier einen Wert von 0,745 und ist somit sehr nahe am Grenzwert zu einem ‚sehr guten‘ Ergebnis von 0,8 und deutlich oberhalb des Grenzwerts zu einem nicht brauchbaren Wert von 0,5. Auch der Bartlett-Test liefert einen signifikanten Wert. Die Einstufung der Modellgüte als ‚gut‘ ist an dieser Stelle gerechtfertigt, insofern kann von brauchbaren Ergebnissen aus der Analyse ausgegangen werden.

¹¹⁴⁴ SPSS-Ausgabe.

KMO and Bartlett's Test

Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.		,745
Bartlett's Test of Sphericity	Approx. Chi-Square	10736,825
	df	3486
	Sig.	,000

Tabelle 20: KMO-Kriterium und Bartlett-Test.¹¹⁴⁵

Ebenso zeigt der Blick auf die Kommunalitäten, dass keine Variable eine ‚sehr niedrige‘ Kommunalität aufweist, die kleinste Kommunalität liegt bei 0,569. Es können aus dieser Sicht alle betrachteten Variablen in der Analyse belassen werden.

¹¹⁴⁵ SPSS-Ausgabe.

Empirische Untersuchung

Kommunalitäten					
Variable/ Item	Initial	Extraktion	Variable/ Item	Initial	Extraktion
Berufserfahrung - gesamt (in Jahren)	1,000	0,820	Begrenzter Einsatz statistischer Methoden - zu geringer Datenumfang	1,000	0,832
Berufserfahrung - PE (in Jahren)	1,000	0,739	Begrenzter Einsatz statistischer Methoden - zu hohe Kosten	1,000	0,670
# durchgeführter Due Diligences	1,000	0,694	Begrenzter Einsatz statistischer Methoden - kein signifikanter Mehrwert für die Entscheidungsqualität	1,000	0,693
Derzeitige Position	1,000	0,717	Begrenzter Einsatz statistischer Methoden - Vergangenheitsbezug	1,000	0,678
Zweck/ Rolle quantitativer Methoden - zentrale Entscheidungsgrundlage	1,000	0,690	Begrenzter Einsatz statistischer Methoden - fehlende Softwarekenntnisse	1,000	0,656
Zweck/ Rolle quantitativer Methoden - Risikoeinschätzung	1,000	0,656	Begrenzter Einsatz statistischer Methoden - keine/ begrenzte Praxisrelevanz	1,000	0,650
Zweck/ Rolle quantitativer Methoden - Sensitivitäten	1,000	0,695	PE-Erfolgsfaktoren - Dealerfahrung	1,000	0,725
Zweck/ Rolle quantitativer Methoden - Informationsumsetzung in entscheidungsrelevante Zahlen	1,000	0,627	PE-Erfolgsfaktoren - Branchenerfahrung	1,000	0,763
Zweck/ Rolle quantitativer Methoden - Verhandlungsunterstützung	1,000	0,655	PE-Erfolgsfaktoren - Managementenerfahrung	1,000	0,695
Zweck/ Rolle quantitativer Methoden - Ergebnisrechtfertigung	1,000	0,753	PE-Erfolgsfaktoren - mathematische/ statistische Kenntnisse	1,000	0,570
Zweck/ Rolle quantitativer Methoden - Entscheidungsunterstützung	1,000	0,689	PE-Erfolgsfaktoren - Finanzierungskenntnisse	1,000	0,731
Externe Informationen/ Daten - Wichtigkeit eingesetzter quantitativer/ statistischer Verfahren	1,000	0,657	PE-Erfolgsfaktoren - Kenntnisse über Unternehmensbewertung	1,000	0,636
Bewertung Expertenwissen - grundsätzlich wichtiger als das Ergebnis von quantitativen Modellen	1,000	0,653	PE-Erfolgsfaktoren - Kenntnisse über Rechnungslegung	1,000	0,709
Bewertung Expertenwissen - Input für quantitative Modelle	1,000	0,705	PE-Erfolgsfaktoren - VWL Kenntnisse	1,000	0,635
Bewertung Expertenwissen - Validierung von Modellannahmen	1,000	0,641	PE-Erfolgsfaktoren - Netzwerk in PE Branche	1,000	0,587
Bewertung Expertenwissen - wird von quantitativen Modellen ergänzt	1,000	0,651	PE-Erfolgsfaktoren - Netzwerk in Branche des Zielunternehmens	1,000	0,699
Bewertung Expertenwissen - ergänzt das Ergebnis von quantitativen Modellen	1,000	0,650	PE-Erfolgsfaktoren - Netzwerk zu Banken	1,000	0,733
Bewertung Expertenwissen - kalibriert Ergebnis von quantitativen Modellen	1,000	0,684	PE-Erfolgsfaktoren - Netzwerk zu Beratern	1,000	0,712
Bewertung Expertenwissen - Gewichtung hängt von der Qualität quantitativer Modelle ab	1,000	0,678	PE-Erfolgsfaktoren - Reputation der PE Gesellschaft	1,000	0,687
Einsatz Modellierungen - allgemeine Modellierungen (z.B. GuV, CF, Markt)	1,000	0,735	PE-Erfolgsfaktoren - Verhandlungsgeschick	1,000	0,701
Einsatz Modellierungen - Benchmarks	1,000	0,646	PE-Erfolgsfaktoren - Timing von Deals	1,000	0,569
Einsatz Modellierungen - Treiberbäume	1,000	0,762	PE-Erfolgsfaktoren - Allgemeines Geschäftsverständnis	1,000	0,672
Einsatz Modellierungen - Szenarien	1,000	0,634	PE-Erfolgsfaktoren - Intuition	1,000	0,699
Einsatz Modellierungen - Portfoliomodellierungen	1,000	0,666	PE-Erfolgsfaktoren - Struktur (z.B. Arbeitsweise)	1,000	0,696
Einsatz Bewertungsverfahren - LBO-Modell	1,000	0,720	PE-Erfolgsfaktoren - Kreativität	1,000	0,741
Einsatz Bewertungsverfahren - DCF-Methoden	1,000	0,676	PE-Erfolgsfaktoren - Geschwindigkeit	1,000	0,705
Einsatz Bewertungsverfahren - Ertragswert-Verfahren	1,000	0,590	PE-Erfolgsfaktoren - Kommunikationskenntnisse	1,000	0,740
Einsatz Bewertungsverfahren - Multiples (Markt)	1,000	0,838	PE-Erfolgsfaktoren - Kenntnisse in MS Office	1,000	0,624
Einsatz Bewertungsverfahren - Multiples (Transaktionen)	1,000	0,815	PE-Erfolgsfaktoren - Kenntnisse in statistischen Programmen	1,000	0,796
Einsatz Bewertungsverfahren - CAPM	1,000	0,678	PE-Erfolgsfaktoren - Kenntnisse in mathematischen Programmen	1,000	0,756
Einsatz Bewertungsverfahren - Sum of Parts/ Zerschlagungswerte	1,000	0,703	Abschließende Bewertung - Steigerung der Qualität der Investitionsentscheidung durch stärkeren Einsatz quantitativer/ statistischer Methoden	1,000	0,675
Einsatz Bewertungsverfahren - Substanzwert/ Liquidationswert	1,000	0,703	Abschließende Bewertung - quantitative/ statistische Methoden werden bei der Investitionsentscheidung zu wenig eingesetzt	1,000	0,715
Einsatz Bewertungsverfahren - Optionsbewertungsverfahren	1,000	0,704	Abschließende Bewertung - die Investitionsentscheidung ist meist von quantitativer Grundlage losgelöst	1,000	0,707
Einsatz Bewertungsverfahren - Rendite (z.B. IRR)	1,000	0,665	Abschließende Bewertung - die Investitionsentscheidung wird grundsätzlich mehr auf Basis persönlicher Erfahrung/ Dealerfahrung als auf quantitativen Modellen gefällt	1,000	0,791
Einsatz statistischer Methoden - einfache Verfahren	1,000	0,643	Abschließende Bewertung - für eine gute Investitionsentscheidung ist persönliche Erfahrung wichtiger als das Ergebnis quantitativer Modelle	1,000	0,763
Einsatz statistischer Methoden - komplexe Verfahren	1,000	0,789	Abschließende Bewertung - die Investitionsentscheidung wird zu einem großem Teil von nicht quantitativen Größen bestimmt	1,000	0,675
Einsatz statistischer Methoden - Simulationsverfahren	1,000	0,687	Abschließende Bewertung - unnötige Komplexität durch verstärkten Einsatz quantitativer Methoden	1,000	0,794
Einsatz statistischer Methoden - Nicht-lineare Optimierungsverfahren	1,000	0,764	Abschließende Bewertung - unnötig viele Ressourcen durch verstärkten Einsatz quantitativer Methoden	1,000	0,833
Begrenzter Einsatz statistischer Methoden - fehlende Kenntnisse	1,000	0,670	Abschließende Bewertung - unnötig hohe Kosten durch verstärkten Einsatz quantitativer Methoden	1,000	0,719
Begrenzter Einsatz statistischer Methoden - zu hoher Zeitaufwand	1,000	0,702	Abschließende Bewertung - Bieterprozess zwingt zum Abweichen von ursprünglichen Kaufpreis	1,000	0,728
Begrenzter Einsatz statistischer Methoden - fehlende Ressourcen	1,000	0,724	Abschließende Bewertung - erfolglose Beteiligungen sind die Folge unzureichender/ begrenzter quantitativer Arbeit	1,000	0,714
Begrenzter Einsatz statistischer Methoden - mangelnde Datenverfügbarkeit	1,000	0,802	Wichtigkeit DD-Kriterien - Berechnungsmethoden	1,000	0,636

Extraction Method: Principal Component Analysis.

Tabelle 21: Kommunalitäten für einbezogene Variablen (Variablenbezeichnung in Kurzform angegeben).¹¹⁴⁶

¹¹⁴⁶ Eigene Darstellung basierend auf SPSS-Ausgabe.

Die rotierte Komponentenmatrix (Tabelle 22) weist für die sieben ausgewählten Hauptkomponenten jeweils zwischen drei und acht Variablen/ Items, deren Ladungen an den zuvor genannten Kriterien mindestens als positiv hoch (0,5 bis 0,69) und positiv sehr hoch ($>0,7$) eingestuft werden können. Dies bedeutet, dass die Items mit ihren jeweiligen Komponenten hoch bis sehr hoch korrelieren. Lediglich fünf Items weisen eine Komponentenladung unterhalb von 0,5 auf. Wie bei Vollerthun (2012) wird auch hier darauf verzichtet, die Interkorrelationsmatrix zu erläutern und zu interpretieren, da sie für die Berechnung der Hauptkomponentenanalyse nicht notwendig ist.¹¹⁴⁷

¹¹⁴⁷ Vgl. Vollerthun (2012), S. 159.

Rotierte Komponentenmatrix ^a Variable/ Item	Hauptkomponente							
	1	2	3	4	5	6	7	8
Einsatz statistischer Methoden - komplexe Verfahren	0,856							
Einsatz statistischer Methoden - Nicht-lineare	0,803							
Optimierungsverfahren								
PE-Erfolgsfaktoren - Kenntnisse in statistischen Programmen	0,670							
Einsatz statistischer Methoden - Simulationsverfahren	0,668							
Einsatz statistischer Methoden - einfache Verfahren	0,659							
PE-Erfolgsfaktoren - Kenntnisse in mathematischen Programmen	0,638							
Einsatz Bewertungsverfahren - Optionsbewertungsverfahren	0,608							
Zweck/ Rolle quantitativer Methoden - Sensitivitäten		0,737						
Zweck/ Rolle quantitativer Methoden - zentrale Entscheidungsgrundlage		0,724						
Zweck/ Rolle quantitativer Methoden - Informationsumsetzung in entscheidungsrelevante Zahlen		0,719						
Zweck/ Rolle quantitativer Methoden - Risikoeinschätzung		0,696						
Zweck/ Rolle quantitativer Methoden - Entscheidungsunterstützung		0,649						
Zweck/ Rolle quantitativer Methoden - Verhandlungsunterstützung		---						
PE-Erfolgsfaktoren - Finanzierungskennnisse			0,745					
PE-Erfolgsfaktoren - Kenntn. über Rechnungslegung			0,727					
PE-Erfolgsfaktoren - Kenntnisse in MS Office			0,698					
PE-Erfolgsfaktoren - Kenntnisse über Unternehmensbewertung			0,682					
PE-Erfolgsfaktoren - VWL Kenntnisse			0,587					
PE-Erfolgsfaktoren - mathematische/ statistische Kenntnisse			---					
Begrenzter Einsatz statistischer Methoden - fehlende Ressourcen				0,806				
Begrenzter Einsatz statistischer Methoden - zu hoher Zeitaufwand				0,762				
Begrenzter Einsatz statistischer Methoden - zu hohe Kosten				0,697				
Begrenzter Einsatz statistischer Methoden - fehlende Kenntnisse				0,689				
Begrenzter Einsatz statistischer Methoden - fehlende Softwarekenntnisse				0,598				
Abschließende Bewertung - erfolglose Beteiligungen sind die Folge unzureichender/ begrenzter quantitativer Arbeit				---				
Berufserfahrung - gesamt (in Jahren)					0,869			
Berufserfahrung - PE (in Jahren)					0,831			
Derzeitige Position					0,772			
# durchgeführter Due Diligences					0,744			
Abschließende Bewertung - die Investitionsentscheidung wird grundsätzlich mehr auf Basis persönlicher Erfahrung/ Dealerfahrung als auf quantitativen Modellen gefällt						0,802		
Abschließende Bewertung - für eine gute Investitionsentscheidung ist persönliche Erfahrung wichtiger als das Ergebnis quantitativer Modelle						0,775		
Abschließende Bewertung - die Investitionsentscheidung ist meist von quantitativer Grundlage losgelöst						0,711		
Abschließende Bewertung - die Investitionsentscheidung wird zu einem großem Teil von nicht quantitativen Größen bestimmt						0,672		
Abschließende Bewertung - unnötig viele Ressourcen durch verstärkten Einsatz quantitativer Methoden							0,861	
Abschließende Bewertung - unnötige Komplexität durch verstärkten Einsatz quantitativer Methoden							0,803	
Abschließende Bewertung - unnötig hohe Kosten durch verstärkten Einsatz quantitativer Methoden							0,649	
Abschließende Bewertung - quantitative/ statistische Methoden werden bei der Investitionsentscheidung zu wenig eingesetzt							---	
Einsatz Bewertungsverfahren - Sum of Parts/ Zerschlagungswerte								0,716
Einsatz Bewertungsverfahren - Substanzwert/ Liquidationswert								0,700
Einsatz Bewertungsverfahren - Ertragswert-Verfahren								0,522
Einsatz Bewertungsverfahren - DCF-Methoden								0,520
Einsatz Bewertungsverfahren - CAPM								---

a. Rotation nach 14 Iterationen konvergiert

Tabelle 22: Rotierte Komponentenmatrix und sortierte Ladungen (Ladungen unterhalb von 0,5 ausgeblendet).¹¹⁴⁸

¹¹⁴⁸ Eigene Darstellung basierend auf SPSS-Ausgabe (die vollständige rotierte Komponentenmatrix findet sich in Anhang 3.4). Die vollständig ausformulierten Variablenbezeichnungen finden sich im Fragebogen in Anhang 1.

5.4.3.2.2.3 Inhaltliche Definition der Hauptkomponenten zu Konstrukten/ Latenten Variablen

Die acht ausgewählten Hauptkomponenten lassen sich –vor allem auch mit Hinblick auf die formulierten Hypothesen und die postulierten Variablenbündel- jeweils in inhaltlich sinnvoll zusammenhängende Konstrukte/ latente Variablen (siehe Tabelle 22 im vorherigen Abschnitt 5.4.3.2.2.2) gruppieren. Nach leichter inhaltlicher Anpassung durch Aufführung aller Variablen beim Einsatz statistischer Verfahren und beim Einsatz von Bewertungsverfahren (diese gehen später als formative Konstrukte in das Modell ein, siehe Abschnitt 5.4.3.3.3) seien die Konstrukte für die weitere Analyse wie folgt definiert:¹¹⁴⁹

1. ‚Einsatz statistischer Methoden‘, mit folgenden Items/ Variablen:
 - Einsatz statistischer Methoden – einfache Verfahren
 - Einsatz statistischer Methoden – komplexe Verfahren
 - Einsatz statistischer Methoden – Simulationsverfahren
 - Einsatz statistischer Methoden – nicht-lineare Optimierungsverfahren

2. ‚Bedeutende Rolle quantitativer Modelle‘, mit folgenden Items/ Variablen:
 - Zweck/ Rolle quantitativer Modelle – Durchführung von Sensitivitäten
 - Zweck/ Rolle quantitativer Modelle – zentrale Entscheidungsgrundlage
 - Zweck/ Rolle quantitativer Modelle – Informationsumsetzung in entscheidungsrelevante Zahlen
 - Zweck/ Rolle quantitativer Modelle – Risikoeinschätzung
 - Zweck/ Rolle quantitativer Modelle – Entscheidungsunterstützung
 - Zweck/ Rolle quantitativer Modelle – Verhandlungsunterstützung

3. ‚Arbeit im Private Equity – Private Equity-Toolkit als Erfolgstreiber‘, mit folgenden Items/ Variablen:
 - PE-Erfolgsfaktoren – Finanzierungskennntnisse
 - PE-Erfolgsfaktoren – Kenntnisse über Rechnungslegung

¹¹⁴⁹ Die Items sind hier in Kurzform angegeben.

- PE-Erfolgsfaktoren – Kenntnisse in MS Office
 - PE-Erfolgsfaktoren – Kenntnisse über Unternehmensbewertung
 - PE-Erfolgsfaktoren – VWL Kenntnisse
4. ‚Äußere Limitationen für Einsatz statistischer Methoden‘ (‚analytical laziness‘), mit folgenden Items/ Variablen:
- Begrenzter Einsatz statistischer Methoden – fehlende Ressourcen
 - Begrenzter Einsatz statistischer Methoden – zu hoher Zeitaufwand
 - Begrenzter Einsatz statistischer Methoden – zu hohe Kosten
 - Begrenzter Einsatz statistischer Methoden – fehlende Kenntnisse
 - Begrenzter Einsatz statistischer Methoden – fehlende Softwarekenntnisse
5. ‚Persönliche Erfahrung‘, mit folgenden Items/ Variablen:
- Berufserfahrung – gesamt (in Jahren)
 - Berufserfahrung – im Private Equity (in Jahren)
 - Derzeitige Position
 - Anzahl durchgeführter Due Diligences
6. ‚Betonung persönlicher Erfahrung und weicher Faktoren gegenüber quantitativen Methoden‘, mit folgenden Items/ Variablen:
- Abschließende Bewertung – Investitionsentscheidung wird grundsätzlich mehr auf Basis persönlicher Erfahrung/ Dealerfahrung als auf quantitativen Modellen gefällt
 - Abschließende Bewertung – für gute Investitionsentscheidungen ist persönliche Erfahrung wichtiger als das Ergebnis quantitativer Modelle
 - Abschließende Bewertung – Investitionsentscheidung ist meist von der quantitativen Grundlage losgelöst
 - Abschließende Bewertung – Investitionsentscheidung wird zu großem Teil von nicht quantitativen Größen bestimmt

7. ‚Ablehnung eines verstärkten Einsatzes quantitativer Methoden‘, mit folgenden Items/ Variablen:
 - Abschließende Bewertung – unnötig viele Ressourcen durch verstärkten Einsatz quantitativer Methoden
 - Abschließende Bewertung – unnötige Komplexität durch verstärkten Einsatz quantitativer Methoden
 - Abschließende Bewertung – unnötig hohe Kosten durch verstärkten Einsatz quantitativer Methoden

8. ‚Einsatz von Bewertungsverfahren‘, mit folgenden Items/ Variablen:
 - Einsatz von Bewertungsverfahren – LBO-Modelle
 - Einsatz von Bewertungsverfahren – DCF-Methoden
 - Einsatz von Bewertungsverfahren – Ertragswert-Verfahren
 - Einsatz von Bewertungsverfahren – Multiples (Markt)
 - Einsatz von Bewertungsverfahren – Multiples (Transaktionen)
 - Einsatz von Bewertungsverfahren – CAPM
 - Einsatz von Bewertungsverfahren – Sum of Parts/ Zerschlagungswerte
 - Einsatz von Bewertungsverfahren – Substanzwert/ Liquidationswert
 - Einsatz von Bewertungsverfahren – Optionsbewertungsverfahren
 - Einsatz von Bewertungsverfahren – Renditemodellierungen

5.4.3.3 Hypothesentests im Strukturgleichungsmodell mittels PLS

Nach einer kurzen Einführung zu Strukturgleichungsmodellen und der zugehörigen Begründung für die Wahl von PLS als Berechnungsmethode folgt im zweiten Teilabschnitt eine Übersicht über die bei der Evaluation von PLS-Modellen zu berücksichtigenden Gütekriterien. In diesen beiden Teilabschnitten wird aufgrund der bereits umfassend vorhandenen Literatur¹¹⁵⁰ nur knapp auf die wesentlichen Züge der theoretischen Elemente eingegangen. Im dritten Teilabschnitt wird die Definition der

¹¹⁵⁰ An dieser Stelle sei beispielhaft auf Wold (1980), Chin (1998), Chin und Newsted (1999), Ringle (2004), Zinnbauer und Eberl (2004), Herrmann et al. (2006), Ringle und Spreen (2007), Nitzl (2010) oder Weiber und Mühlhaus (2014) sowie auf die dort aufgeführte Literatur verwiesen.

Messmodelle für die vorliegende Untersuchung erläutert, gefolgt von einer Beschreibung der im genutzten Softwarepaket SmartPLS gesetzten Berechnungsparameter im vierten Teilabschnitt. Abschließend erfolgt im fünften Teilabschnitt für die beiden untersuchten Hypothesensysteme je eine detaillierte Beschreibung von Aufbau, Berechnungsergebnissen und Gütebewertung der Modelle, die mit einer Diskussion der Ergebnisse einhergeht.

5.4.3.3.1 Kurzeinführung in Strukturgleichungsmodelle und Wahl der PLS-Methode

Strukturgleichungsmodelle sind mittlerweile ein fester Bestandteil in der Forschung um Kausalitäten und Hypothesensysteme in der Betriebswirtschaftslehre.¹¹⁵¹ Sie kombinieren regressionsanalytische und faktoranalytische Berechnungen, womit eine ökonometrische Analyse verschiedener nicht unmittelbar beobachtbarer bzw. direkt greifbarer (latenter) Variablen ermöglicht wird, die ihren Ausdruck in entsprechenden ‚Messmodellen‘ mit verschiedenen beobachtbaren Größen (Indikatoren bzw. Items) finden bzw. durch diese bestimmt werden.¹¹⁵² Letztere Unterscheidung betrifft die Wirkungsrichtung des Messmodells und kann vereinfacht wie folgt beschrieben werden:

Wird eine latente Variable durch die beobachtbaren Indikatoren bestimmt und sind diese Indikatoren nicht notwendigerweise voneinander abhängig bzw. inhaltlich gleich, handelt es sich um ein ‚formatives‘ Messmodell.¹¹⁵³ Die latente Variable ist damit quasi die Folge ihrer einzelnen Indikatoren¹¹⁵⁴, oder anders ausgedrückt, die einzelnen Indikatoren sind ursächlich bzw. kausal für die latente Variable¹¹⁵⁵. Wichtig ist zu betonen, dass die Veränderung der latenten Variablen nicht notwendigerweise auf die Veränderung aller Items zugleich zurückzuführen ist –es kann durchaus auch

¹¹⁵¹ Weiber und Mühlhaus (2014), S. VII.

¹¹⁵² Vgl. Chin (1998), S. 296.

¹¹⁵³ Vgl. Eberl (2004), S. 6. Formative Konstrukte sind nach Weiber und Mühlhaus (2014) auf Curtis & Jackson (1962) zurückzuführen (vgl. Weiber und Mühlhaus (2014), S. 256).

¹¹⁵⁴ Teilsatz vgl. Weiber und Mühlhaus (2014), S. 255.

¹¹⁵⁵ Teilsatz vgl. Eberl (2004), S. 5 f.; vgl. Vollerthun (2012), S. 213 f.

die Veränderung von nur einem Indikator feststellbar sein.¹¹⁵⁶ Die Indikatoren eines formativen Konstrukts dürfen damit zwar inhaltlich austauschbar sein, sind dies jedoch typischerweise nicht –deshalb ist z.B. die Entfernung eines Indikators entsprechend zu begründen, da dies meist zu einer inhaltlichen Änderung des Konstrukts führt.¹¹⁵⁷

Liegen dagegen inhaltlich gleiche bzw. ähnliche Indikatoren vor, deren Ausprägungen gemeinsam einhergehen (hohe Korrelation), und sind diese ein Ausdruck der latenten Variablen, handelt es sich um ein ‚reflektives‘ Messmodell.¹¹⁵⁸ Die Indikatoren spiegeln hier die latente Variable wieder, sie sind ihr ‚Ausdruck‘ bzw. die ‚Folge‘ der latenten Variable und werden damit *„kausal durch die latente Variable verursacht“*¹¹⁵⁹. Die Indikatoren verändern sich also möglichst parallel zueinander, wenn sich die latente Variable verändert, was bei einer theoretischen Abwesenheit von Messfehlern eine perfekte Korrelation von 1 bedeuten würde.¹¹⁶⁰ Dies wiederum bedeutet, dass Indikatoren, die nicht mit den anderen Indikatoren eines reflektiven Konstrukts korrelieren, auch nicht zur Gesamtheit der Indikatoren (‚Indikatoruniversum‘¹¹⁶¹) gehören, welche diese latente Variable ausdrücken bzw. wiedergeben.¹¹⁶² Im Unterschied zu reflektiven Indikatoren sind formative Indikatoren als beispielhafte Manifestation der latenten Variable austauschbar, sofern deren Messung in gleichem Maße verlässlich ist und sie inhaltlich valide sind.¹¹⁶³

Aus der Unterscheidung formativer und reflektiver Messmodelle wird auch deutlich, dass die faktoranalytische Komponente eines Strukturgleichungsmodells nur bei Vorhandensein reflektiver Messmodelle gegeben ist bzw. beansprucht wird¹¹⁶⁴, nachdem die latente Variable in einem formativen Konstrukt als Linearkombination

¹¹⁵⁶ Vgl. Eberl (2004), S. 6.

¹¹⁵⁷ Vgl. Diamantopoulos und Winklhofer (2001), S. 271; vgl. Eberl (2004), S. 6; Weiber und Mühlhaus (2014), S. 256 f.

¹¹⁵⁸ Vgl. Vollerthun (2012), S. 213; vgl. Weiber und Mühlhaus (2014), S. 109 f. Eberl (2004) führt im Zusammenhang mit ‚reflektiv‘ auch die weniger gängigen Synonyme ‚effects‘ bzw. ‚eliciting‘ auf (vgl. Eberl (2004), S. 3 und die dort erwähnte Literatur).

¹¹⁵⁹ Eberl (2004), S. 3.

¹¹⁶⁰ Vgl. Eberl (2004), S. 3; vgl. Weiber und Mühlhaus (2014), S. 110.

¹¹⁶¹ Vgl. Gutman L. (1950), S. 60 ff., referenziert in Weiber und Mühlhaus (2014), S. 110.

¹¹⁶² Vgl. Eberl (2004), S. 4.

¹¹⁶³ Vgl. Weiber und Mühlhaus (2014), S. 110.

¹¹⁶⁴ Teilsatz vgl. Eberl (2004), S. 5.

ihrer Items zu verstehen ist¹¹⁶⁵. Ein zusammenfassender Vergleich zwischen formativen und reflektiven Konstrukten findet sich in Tabelle 23. Eine Ausführliche Beschreibung zur Theorie und zum Vergleich formativer und reflektiver Messmodelle findet sich z.B. in Eberl (2004), Albers und Hildebrandt (2006) oder Weiber und Mühlhaus (2014). Zusammenfassend bilden latente Variable und die zugehörigen Indikatoren zusammen ein ‚Konstrukt‘, dessen Messmodell formativ oder reflektiv ausfallen kann.

Kriterien	Formatives Modell	Reflektives Modell
Richtung der Kausalität	Indikatoren ==> Konstrukt	Konstrukt ==> Indikatoren
Definieren die Indikatoren das Konstrukt oder sind sie Manifestationen des Konstrukts?	Indikatoren definieren das Konstrukt	Indikatoren sind Manifestationen des Konstrukts
Verändert sich das Konstrukt bei Änderungen in den Indikatoren?	Grundsätzlich ja	Grundsätzlich nein
Verändern sich die Indikatoren bei Änderungen des Konstrukts?	Nein	Ja
Sind die Indikatoren austauschbar?	Kein Muss-Kriterium	Soll-Kriterium
Sollen die Indikatoren inhaltlich gleich sein?	Kein Muss-Kriterium	Soll-Kriterium
Wird das Konstrukt durch Entfernung eines Indikators beeinflusst?	Ja, da sonst unvollständig	Nein
Existiert eine hohe Korrelation zwischen den Indikatoren?	Nicht notwendigerweise	Notwendigerweise
Müssen die Indikatoren dieselben Antezedenzen & Konsequenzen haben?	Nein	Ja

Tabelle 23: Kriterien zur Bestimmung des Messmodells von Konstrukten im Rahmen von Strukturgleichungsmodellen.¹¹⁶⁶

Methodisch lassen sich Strukturgleichungsmodelle in zwei Gruppen einteilen.¹¹⁶⁷ Die erste Gruppe ist kovarianzbasiert und das ihr zugrundeliegende Schätzprinzip folgt der Abstandsminimierung zwischen der modelltheoretischen und der empirischen Kovarianz.¹¹⁶⁸ Dabei müssen die Daten jedoch recht strenge Anforderungen mit Hinblick auf die Verteilungsannahme und den Datenumfang in der Stichprobe erfüllen.¹¹⁶⁹ Für die Berechnung von kovarianzbasierten Strukturgleichungsmodellen stehen Softwarepakete wie LISREL, AMOS, M-PLUS, SEPATH, RAMONA oder EQS zur Verfügung.¹¹⁷⁰ Die zweite Methode ist varianzbasiert und folgt einer Schätzung

¹¹⁶⁵ Teilsatz vgl. Weiber und Mühlhaus (2014), S. 256.

¹¹⁶⁶ Eigene Darstellung in Anlehnung an Nitzl (2010), S. 12., Vollerthun (2012), S. 215; Weiber und Mühlhaus (2014), S. 43.

¹¹⁶⁷ Vgl. Nitzl (2010), S. 15; Vollerthun (2012), S. 216.

¹¹⁶⁸ Vgl. Herrmann et al. (2006), S. 37; vgl. Nitzl (2010), S. 15.

¹¹⁶⁹ Vgl. Vollerthun (2012), S. 216.

¹¹⁷⁰ Vgl. Chin (1998), S. 295; vgl. Nitzl (2010), S. 15.

nach dem Prinzip der kleinsten Quadrate.¹¹⁷¹ Die zweite Gruppe dreht sich um ‚Partial Least Squares‘ und ist eine im Jahr 1977 entwickelte Methode¹¹⁷², um Strukturgleichungsmodelle zu schätzen¹¹⁷³. Eine schematische Darstellung des iterativen Berechnungsverfahrens in PLS sowie der zugehörigen Gleichungsstrukturen findet sich z.B. in Chin und Newsted (1999).¹¹⁷⁴ Sie stellt weniger strenge Anforderungen an die Daten mit Hinblick auf die Skalierung, keiner vorgegebenen Verteilungsannahme und den Stichprobenumfang.¹¹⁷⁵ Die PLS-Methode eignet sich sowohl für eine explorative als auch für eine konfirmatorische Analyse. Gängige Softwarepakete für die Berechnung von PLS-Modellen sind SmartPLS, LVPLS oder PLS-Graph.¹¹⁷⁶ Bei der Wahl der zu verwendenden Methode zur Berechnung von Strukturgleichungsmodellen sind verschiedene Kriterien heranzuziehen, die in Tabelle 24 zusammengefasst sind.

Kriterium	Varianzbasiert (PLS)	Kovarianzbasiert (LISREL)
Ziel	Prognoseorientiert	Parameterorientiert
Schätzprinzip	Iterative und nicht iterative Kleinste-Quadrate-Schätzung	Minimierung des Abstandes zwischen modelltheoretischer und empirischer Varianz
Verteilungsannahmen	Keine Verteilungsannahmen	Multivariate Normalverteilung der Daten
Konsistenz der Schätzer	Konsistenz, wenn Fallzahl und Indikatorenzahl hoch	Konsistent
Schätzer auf Modellebene	Konservativ	Bei geringer Indikatorladung inflationär
Berücksichtigung formativer	Problemlos möglich	Nur unter bestimmten Bedingungen möglich
Konstruktoperationalisierung		
Anwendbare Gütekriterien	Nur partielle Gütekriterien möglich	Sowohl globale als auch partielle Gütekriterien einsetzbar
Stichprobengröße	Kleine Stichproben oft ausreichend (mindestens 30-100); Faustregel: das zehnfache aus dem Maximum der Anzahl an Indikatoren im größten reflektiven oder formativen Konstrukt	Minimale Empfehlung von 200 bis 800, abhängig von Variablenzahl
Skalenniveau	Keine Einschränkung	Mindestens Intervallskaliert
Applikationen	PLSGraph, SmartPLS, LVPLS	M-Plus, LISREL, AMOS, EQS, SEPATH, RAMONA

Tabelle 24: Vergleich kovarianz- und varianzbasierter Methoden zur Schätzung von Strukturgleichungsmodellen.¹¹⁷⁷

Für diese Arbeit fällt die Wahl auf den varianzbasierten Ansatz (PLS), vor allem aus folgenden Gründen¹¹⁷⁸: Dazu zählt der Umstand, dass ein Großteil der Variablen in der Befragung ein ordinales Skalenniveau aufweisen, sprich, sie stellen eine Rangordnung qualitativer Aussagen dar, wobei die Abstände zwischen den Angaben

¹¹⁷¹ Vgl. Chin (1998), S. 295; vgl. Nitzl (2010), S. 20, Tabelle 3.

¹¹⁷² Teilsatz vgl. Chin und Newsted (1999), S. 315.

¹¹⁷³ Teilsatz vgl. Vollerthun (2012), S. 220.

¹¹⁷⁴ Vgl. Chin und Newsted (1999), S. 320 ff.

¹¹⁷⁵ Dieser und nächster Satz vgl. Chin (1998), S. 295.

¹¹⁷⁶ Nitzl (2010), S. 16.

¹¹⁷⁷ Eigene Darstellung in Anlehnung an Chin und Newsted (1999), S. 314; Nitzl (2010), S. 20.

¹¹⁷⁸ Dabei sind die ersten zwei der genannten Gründe als besonders gewichtig einzustufen.

quantitativ nicht messbar sind. Sie werden –wie in Abschnitt 5.3.1.2 bereits erwähnt– als ‚quasi-metrisch‘ behandelt. Ein ebenfalls sehr gewichtiger Grund ist die bereits im Kontext der varianzanalytischen Untersuchung in Abschnitt 5.4.2.2 festgestellte Nichterfüllung der Normalverteilungsannahme einiger Variablen, was im Rahmen von PLS kein methodisches Problem darstellt, bei der Normalverteilungsannahme in LISREL jedoch schon. Zu den weiteren Begründungen entlang der aufgeführten Kriterien zählen auch der Prognosezusammenhang der vorliegenden Untersuchung und das Vorhandensein einzelner formativer Konstrukte in der Untersuchung, die in PLS leichter spezifiziert werden können als in kovarianzbasierten Methoden¹¹⁷⁹. Zuletzt sollen die Modellparameter aufgrund der empirischen Daten eher konservativ geschätzt werden. Was den Umfang der Stichprobe betrifft, so beläuft sie sich bei listenweisem Ausschluss auf 257 verwendete Datensätze bei der Untersuchung der Treiber hinter der Gewichtung quantitativer Faktoren und auf nur 90 Datensätze bzw. 85 Datensätze im angepassten Modell¹¹⁸⁰ für die Untersuchung des Zusammenhangs zwischen dem Einsatz und Rolle quantitativer Methoden und dem Erfolg der Private Equity Gesellschaft (relative Fund Performance). Nachdem die Mindestgröße für die kovarianzbasierte Schätzung bei 200 Fallzahlen liegt, kann eines der untersuchten Modelle gerade auf eine Stichprobengröße über diesem Grenzwert zurückgreifen, die Stichprobe für das zweite Modell liegt jedoch deutlich darunter. Auch dieser Umstand spricht –vor allem im zweiten Fall– für die Verwendung des varianzbasierten PLS-Ansatzes, in der vorliegenden Untersuchung ist das reflektive Konstrukt ‚Einsatz von Bewertungsverfahren‘ mit zehn Indikatoren das größte und wird in allen Modellen einbezogen, weshalb die in die Berechnung einzubeziehende Stichprobengröße mindestens 100 Datensätze umfassen soll. Damit sind die Anforderungen an die Stichprobengröße im ersten Modell deutlich mehr als erfüllt, im zweiten Modell liegt sie nur leicht darunter.

¹¹⁷⁹ Vgl. Weiber und Mühlhaus (2014), S. 255.

¹¹⁸⁰ Die deutliche Reduktion der Stichprobengröße für die Performanceuntersuchung liegt an der eingeschränkten Verfügbarkeit von zuordnungsbaaren Performance-Daten für die Private Equity Gesellschaften. In vielen Datenbanken stehen lediglich anonymisierte Daten zur Verfügung, die für die vorliegende Analyse keinen Nutzen bringen.

5.4.3.3.2 Gütekriterien zur Bewertung von PLS-Modellen

Für die statistische Gütebewertung von PLS-Modellen existiert kein für sich allein stehendes Gütemaß, vielmehr sind hierfür eine Reihe von Gütekriterien zu berücksichtigen, welche am Ende zu einer gesamthaften Modellbeurteilung führen. Die Bewertung der Güte eines PLS-Modells erfolgt in drei Schritten. Im ersten Schritt werden die Messmodelle bewertet, wobei es gesonderte Kriterien für reflektive und formative Konstrukte gibt.¹¹⁸¹ Im zweiten Schritt wird das Strukturmodell untersucht, und im dritten Schritt erfolgt die Beurteilung des gesamten Modells, in dieser Arbeit wird folgendes Prüfschema verfolgt:¹¹⁸²

1. Prüfung der Messmodelle
 - a. Prüfung formativer Messmodelle
 - b. Prüfung reflektiver Messmodelle
2. Prüfung des Strukturmodells

Prüfung der Messmodelle: Formative Messmodelle

Bei der Gütebeurteilung formativer Konstrukte müssen die Indikatoren einerseits auf **inhaltliche Validität** überprüft werden, was auf inhaltlichen Überlegungen basiert und damit schon Teil der Variablen- und Fragebogengestaltung ist und auch die Einbindung entsprechender Experten bei der Validierung im Vorfeld der Analyse erfordert.¹¹⁸³ Auch aus diesem Grund wurden im Rahmen der Fragebogenerstellung entsprechende Experteninterviews und Vorgespräche geführt.¹¹⁸⁴ Für die statistische Beurteilung auf der anderen Seite stehen zwei wesentliche Punkte im Fokus, die äußeren Gewichte inklusive Signifikanz und die Überprüfung auf Multikollinearität:¹¹⁸⁵

- **Äußere Gewichte:** Die äußeren Gewichte sind als Regressionskoeffizienten zu betrachten, weshalb für deren Untersuchung die Höhe der einzelnen Koef-

¹¹⁸¹ Dieser und nächster Satz vgl. Nitzl (2010), S. 22.

¹¹⁸² Vgl. Nitzl (2010), S. 22.

¹¹⁸³ Vgl. Nitzl (2010), S. 28.

¹¹⁸⁴ Siehe Abschnitt 5.3.1.3.

¹¹⁸⁵ Vgl. Nitzl (2010), S. 28 ff.

fizienten, also die Wirkungsstärke, sowie deren Signifikanz von Interesse sind.¹¹⁸⁶ Nachdem deren Wertebereich im standardisierten Fall zwischen -1 und +1 liegt, deuten Koeffizientenwerte an den Intervallgrenzen auf eine entsprechend starke Wirkung der Variablen auf das Konstrukt hin, wohingegen Werte nahe Null eine entsprechend geringe Wirkung bedeuten. Die Signifikanz der Koeffizienten wird bei PLS durch einen Pseudo-t-Wert ermittelt, welcher sich aufgrund der Verteilungsfreiheit aus einer mittels Bootstrapping-Verfahren ermittelten empirischen Verteilung errechnet. Aus der Verteilung lassen sich für den zweiseitigen Test die Grenzwerte 1,65 für das Signifikanzniveau von 0,1 und 1,96 für das Signifikanzniveau von 0,05 ableiten.¹¹⁸⁷

- **Überprüfung auf Multikollinearität:** An dieser Stelle ist zu überprüfen, inwiefern es einen linearen Zusammenhang zwischen den Indikatoren formativer Konstrukte untereinander gibt.¹¹⁸⁸ Anders als bei reflektiven Konstrukten soll dies bei formativen Konstrukten –ähnlich wie bei der Regression- nicht der Fall sein, weil somit die Regressionsparameter nicht exakt bestimmt werden können. Als Prüfgröße dient hier der Varianzinflationsfaktor (VIF), der üblicherweise den Wert von 10 nicht überschreiten soll –allerdings gibt es im Zusammenhang mit PLS-Modellen auch die Sicht, dass der Wert hier nicht größer als 5 sein soll.¹¹⁸⁹

Als Hinweis sei hier festzuhalten, dass ein formativer Indikator bei Nichtbestehen der Gütebeurteilung nur unter zusätzlicher inhaltlicher Überlegung aus dem Modell entfernt werden sollte.¹¹⁹⁰

Prüfung der Messmodelle: Reflektive Messmodelle

Reflektive Konstrukte weisen eine inhaltliche Nähe zu den Faktoren einer Faktorenanalyse auf.¹¹⁹¹ Deren Gütebeurteilung erfolgt anhand von vier Größen:¹¹⁹²

¹¹⁸⁶ Dieser und die nächsten zwei Sätze vgl. Nitzl (2010), S. 28 f.

¹¹⁸⁷ Vgl. Nitzl (2010), S. 31, Tabelle 6.

¹¹⁸⁸ Dieser und nächster Satz vgl. Nitzl (2010), S. 29 f.

¹¹⁸⁹ Vgl. Krafft et al. (2005), S. 79; vgl. Diamantopoulos & Winkelhofer (2001), S. 272.; vgl. Nitzl (2010), S. 30.

¹¹⁹⁰ Vgl. Nitzl (2010), S. 29.

¹¹⁹¹ Vgl. Nitzl (2010), S. 23.

- **Indikatorreliabilität:** Die Indikatorreliabilität gibt an, in welchem Maß der Indikator dazu geeignet ist, die latente Variable zu messen, indem der Anteil der Varianz des jeweiligen Indikators angegeben wird, welcher durch die latente Variable bzw. durch das Konstrukt erklärt wird.¹¹⁹³ Als Zielgröße sollte dieser Anteil bei 50 Prozent liegen, was sich wiederum in eine Faktorladung von mindestens 0,707 übersetzt (Wurzel aus 0,5).¹¹⁹⁴ Damit ist gewährleistet, dass die erklärte Varianz eines Indikators einen höheren Anteil aufweist als die nicht erklärte Varianz.¹¹⁹⁵ Teilweise wird für die Indikatorreliabilität noch ein Schwellenwert von 0,4 als akzeptabel eingestuft, was jedoch von der Untersuchung abhängig ist und eine Indikatorreliabilität deutlich oberhalb von 0,7 sowie die Erfüllung des Kriteriums der durchschnittlich erfassten Varianz¹¹⁹⁶ durch die übrigen Indikatoren im Konstrukt erfordert.¹¹⁹⁷ Für die vorliegende Untersuchung werden nur Indikatoren in die Interpretation mit einbezogen, deren Indikatorreliabilität oberhalb der 0,707 liegt, Indikatoren mit einer Indikatorreliabilität unterhalb von 0,4 werden aus den Modellen entfernt.
- **Konstruktrelia bilität:** Dieses Kriterium stellt auf eine ausreichend hohe positive Korrelation der Indikatoren innerhalb eines reflektiven Konstrukts ab und wird mit Hilfe der ‚internen Konsistenz‘ (bzw. ‚Faktorrelia bilität‘/ ‚Composite Reliability‘) daraufhin gemessen, wie gut die latente Variable durch die Indikatoren wiedergegeben wird.¹¹⁹⁸ Der Wertebereich der internen Konsistenz liegt zwischen 0 und 1, wobei für eine Akzeptanz Werte von mindestens 0,6 als notwendig erachtet werden. Chin (1998) zieht die interne Konsistenz dem sonst verwendeten ‚Cronbach’s Alpha‘ vor (dessen Wert unter der Vorgabe von mindestens vier Indikatoren oberhalb von 0,7 liegen sollte¹¹⁹⁹), da diese Größe im Zusammenhang mit PLS zur Unterschätzung der internen Konsis-

¹¹⁹² Vgl. Nitzl (2010), S. 23-28.

¹¹⁹³ Vgl. Krafft et al. (2005), S. 73; vgl. Nitzl (2010), S. 24.

¹¹⁹⁴ Vgl. Chin (1998), S. 325; vgl. Nitzl (2010), S. 24.

¹¹⁹⁵ Vgl. Krafft et al. (2005), S. 73; vgl. Nitzl (2010), S. 24.

¹¹⁹⁶ Die durchschnittlich erfasste Varianz wird im weiteren Verlauf des Abschnitts erläutert.

¹¹⁹⁷ Vgl. Krafft et al. (2005), S. 73 ff.; vgl. Reineke (2009), S. 76; vgl. Nitzl (2010), S. 24; vgl. Weiber (2014), S. 150, S. 326.

¹¹⁹⁸ Dieser und nächster Satz vgl. Nitzl (2010), S. 24 f.

¹¹⁹⁹ Vgl. Weiber (2014), S. 137.

tenz neigt.¹²⁰⁰ Für die Interne Konsistenz sind Werte von mindestens 0,7 erforderlich (wobei teilweise auch Werte ab 0,6 als akzeptabel betrachtet werden), um von einer ausreichend hohen Korrelation der Indikatoren untereinander auszugehen, Werte oberhalb von 0,8 gelten als ‚gut‘ und oberhalb von 0,9 als ‚exzellent‘.¹²⁰¹

- **Durchschnittlich erfasste Varianz (DEV)¹²⁰²:** Bei dieser Prüfgröße wird der Anteil der erklärten Varianz einer latenten Variable ins Verhältnis zum Messfehler gesetzt –innerhalb des möglichen Wertebereichs von 0 bis 1 sollte der Wert mindestens 0,5 betragen, also sollte die Varianz eines reflektiven Konstrukts mindestens zur Hälfte durch die zugehörigen Indikatoren erklärt werden.¹²⁰³
- **Diskriminanzvalidität:** Diese Prüfung basiert auf der durchschnittlich erfassten Varianz und stellt darauf ab, wie gut die Trennschärfe zwischen den Indikatoren eines reflektiven Konstrukts und den Indikatoren in anderen reflektiven Konstrukten ausfällt.¹²⁰⁴ Dieser Fragestellung wird unter Verwendung des Fornell-Larcker-Kriteriums nachgegangen, nach welchem die Wurzel der durchschnittlich erfassten Varianz eines reflektiven Konstrukts größer sein soll als alle Korrelationen dieses Konstrukts mit allen weiteren reflektiven Konstrukten.¹²⁰⁵ Ein zusätzliches Kriterium zur Diskriminanzvalidität stellt auf die einzelnen Faktorladungen der jeweiligen Indikatoren mit den latenten Variablen ab, die stets größer sein sollen als die Kreuzladungen der Indikatoren mit anderen Konstrukten (ist dieses Kriterium nicht erfüllt, empfiehlt sich eine Überarbeitung der Modellmessung).¹²⁰⁶

¹²⁰⁰ Vgl. Chin (1998), S. 320.

¹²⁰¹ Bei Werten unterhalb von kleiner 0,7 gelten Werte oberhalb 0,6 als ‚fragwürdig‘, Werte oberhalb 0,5 als schlecht und ab 0,5 abwärts als ‚inakzeptabel‘.

¹²⁰² Die DEV wird oftmals auch mit ihrem englischen Begriff ‚Average Variance Extracted‘ (AVE) benannt.

¹²⁰³ Vgl. Nitzl (2010), S. 25 f.

¹²⁰⁴ Vgl. Krafft et al. (2005), S. 74; vgl. Nitzl (2010), S. 25 f.

¹²⁰⁵ Vgl. Fornell und Larcker (1981), S. 46; vgl. Reineke (2009), S. 78; vgl. Nitzl (2010), S. 25 f. Alternativ wird auch die DEV mit den quadrierten Korrelationen verglichen, was am Ende zum gleichen Ergebnis führt.

¹²⁰⁶ Vgl. Chin (1998), S. 321; vgl. Nitzl (2010), S. 27.

Prüfung des Struktur- und Gesamtmodells

Für die Prüfung der Güte des Strukturmodells ist auf vier verschiedene Größen abzustellen:

- **Bestimmtheitsmaß (R^2):** Nachdem PLS die Elemente einer Regression enthält, ist das Bestimmtheitsmaß eine zentrale Prüfgröße für die Gütebewertung¹²⁰⁷, nach welcher –wie bei der Regression– der Anteil der durch das Modell erklärten Varianz der abhängigen Größen an deren Gesamtvarianz angegeben wird¹²⁰⁸. Im Kontext von PLS-Modellen gelten für die Höhe des Bestimmtheitsmaßes folgende Interpretationsvorgaben:¹²⁰⁹
 - Ab 0,67: ‚Substanziell‘
 - Ab 0,33 bis kleiner 0,67: ‚Mittelgut‘
 - Ab 0,19 bis kleiner 0,33: ‚Schwach‘

Nitzl (2010) ergänzt unter Verweis auf Ringle (2004), wonach diese Vorgaben als guter Richtwert zu betrachten sind, dass Abweichungen hiervon einer entsprechenden Begründung bedürfen.¹²¹⁰ Als Beispiel führt Nitzl (2010) eine Studie von Bauer (2002) zum Beitrag des Controllings zum Unternehmenserfolg auf:¹²¹¹ Gerade bei der Erfolgsfaktorenforschung sind aufgrund der Vielzahl von erklärenden Variablen kleine Bestimmtheitsmaße bei der isolierten Betrachtung einzelner Einflussgrößen oftmals schon als substanziell zu bewerten.¹²¹² Dieser Hinweis ist auch in der hier vorgestellten Arbeit bei der Untersuchung des Zusammenhangs von Einsatz und Rolle quantitativer Methoden bei der Investitionsentscheidung und dem Erfolg von Private Equity Gesellschaften (relative Fund Performance) entsprechend zu berücksichtigen.

¹²⁰⁷ Teilsatz vgl. Chin & Newsted (1999), S. 318; vgl. Nitzl (2010), S. 32.

¹²⁰⁸ Teilsatz vgl. Nitzl (2010), S. 32.

¹²⁰⁹ Vgl. Chin (1998), S. 323; vgl. Ringle (2004), S. 19; vgl. Nitzl (2010), S. 32 f.

¹²¹⁰ Vgl. Ringle (2004), S. 19; vgl. Nitzl (2010), S. 33, vgl. Nitzl (2010), S. 33, Fußnote 203.

¹²¹¹ Vgl. Nitzl (2010), S. 33.

¹²¹² Vgl. Bauer (2002), S. 250 ff.; vgl. Hasnmann (2010), S. 33.

- **Pfadkoeffizienten:** Wie bei der Regressionsanalyse sind die Pfadkoeffizienten bezüglich ihrer Höhe und Signifikanz zu bewerten, wobei sie aufgrund der Standardisierung im Rahmen von PLS einen Wertebereich von -1 bis 1 aufweisen und einen umso stärkeren Einfluss auf die abhängige latente Variable haben, je weiter ihr Wert von Null entfernt ist.¹²¹³ Für die Beurteilung, ob die Wirkung ausreichend stark ausfällt, gibt es keine festgelegten Grenzwerte – Werte jenseits von -0,2 bzw. 0,2 können als bedeutsam eingestuft werden¹²¹⁴, wobei auch schon Koeffizienten mit Werten ab -0,1 bzw. 0,1 berücksichtigt werden können¹²¹⁵. Neben der Wirkung der Pfadkoeffizienten ist auch deren Signifikanz zu testen, wobei auch hier wieder mittels Bootstrapping eine empirische Verteilung ermittelt wird, auf deren Basis entsprechende Pseudo-t-Werte ermittelt werden. Diese sind dann am geforderten Signifikanzniveau und notwendigen Test (einseitig bei vorab postulierter Wirkungsrichtung oder zweiseitig) zu messen. Stimmen Vorzeichen und Signifikanzen der Pfadkoeffizienten mit den formulierten Hypothesen überein, erhält man freilich den entsprechenden empirischen Beleg für die ex ante vermuteten Zusammenhänge –wenn nicht, ergeben sich hieraus neue Informationen bzgl. der Pfade und deren Interpretation (bei anderen Vorzeichen und gegebener Signifikanz) bzw. möglicherweise zu entfernender Pfade (bei nicht vorhandener Signifikanz).¹²¹⁶
- **Effektstärke (f^2):** Diese Größe gibt an, ob von einer erklärenden latenten Variablen ein entsprechend substanzieller Einfluss auf eine anhängige latente Variable ausgeübt wird.¹²¹⁷ Das Prinzip dieser Prüfgröße stellt auf die Änderung des Bestimmtheitsmaßes der erklärten latenten Variablen ab, welches sich durch Einschluss der jeweiligen erklärenden latenten Variablen ins Modell im Vergleich zu deren Ausschluss aus dem Modell ergibt (diese Differenz wird dann ins Verhältnis zur nicht erklärten Varianz ($1-R^2$) im Modell mit der

¹²¹³ Vgl. Nitzl (2010), S. 33.

¹²¹⁴ Teilsatz vgl. Chin (1998), S. 11; Nitzl (2010), S. 33.

¹²¹⁵ Teilsatz vgl. Lohmöller (1989), S. 60 f.; vgl. Ringle (2004), S. 15; vgl. Nitzl (2010), S. 33.

¹²¹⁶ Vgl. Herrmann et al. (2006), S. 59; vgl. Krafft et al., (2005), S. 84; vgl. Nitzl (2010), S. 33 f.

¹²¹⁷ Vgl. Chin (1998), S. 316; vgl. Nitzl (2010), S. 34.

inkludierten erklärenden Variablen gesetzt).¹²¹⁸ Für die Interpretation empfehlen sich folgende Regeln:¹²¹⁹

- Ab 0,35: ‚Große Effektstärke‘
- Ab 0,15 bis kleiner 0,35: ‚Mittlere Effektstärke‘
- Ab 0,02 bis kleiner 0,15: ‚Schwache Effektstärke‘

Gerade bei der Hinzunahme neuer latenter Variablen in das Modell (z.B. Mediatoren, die eine Reduktion direkter Koeffizienten in Höhe und Signifikanz zur Folge haben können) hilft die Effektstärke bei der Überprüfung, ob diese tatsächlich einen absoluten Effekt auf die Zielgröße hat oder nicht.¹²²⁰

- **Prognoserelevanz (Q^2):** Die nicht-parametrische Prognoserelevanz basiert auf der Methode zur Wiederverwendung von Daten von Geisser und Stone.¹²²¹ In PLS erfolgt dies über die ‚Blindfolding‘-Methode, mit der nach einem vorgegebenen System ein Teil der Daten der abhängigen Variablen mit reflektivem Konstrukt ausgelassen bzw. als fehlend angenommen werden und dann unter Verwendung des definierten Modells geschätzt werden.¹²²² Wurde jeder Datenpunkt der abhängigen latenten Variablen einmal ausgelassen und geschätzt, wird mit der Prüfgröße Q^2 ermittelt, wie gut die tatsächlichen Daten nachgerechnet werden können, indem die quadrierten Fehler der geschätzten Werte ins Verhältnis zu den quadrierten Fehlern der anderen originalen Werte gesetzt werden.¹²²³ Für den Abstand zwischen auszulassenden Originalwerten werden Werte zwischen 5 und 10 als verwendbar gesehen, nur darf die Stichprobengröße kein Vielfaches dieser Zahl sein.¹²²⁴ Diese Bedingung soll sicherstellen, dass jeder Wert vom Algorithmus einmal ausgelassen wird. Für eine ausreichende Prognoserelevanz sollte Q^2 einen Wert größer Null aufweisen –Werte kleiner Null, besagen, dass das Modell die Originaldaten im Vergleich zur einfachen Mittelwertschätzung nicht besser prognostizieren

¹²¹⁸ Vgl. Cohen (1988), S. 410 ff.; vgl. Nitzl (2010), S. 34.

¹²¹⁹ Vgl. Cohen (1988), S. 412 ff.; vgl. Chin (1998), S. 317; vgl. Nitzl (2010), S. 34).

¹²²⁰ Vgl. Nitzl (2010) S. 34 f. und die dort zitierte Literatur.

¹²²¹ Vgl. Geisser (1974); Stone (1974); vgl. Nitzl (2010), S. 35.

¹²²² Vgl. Nitzl (2010), S. 35.

¹²²³ Vgl. Chin (1998), S. 317; vgl. Nitzl (2010), S. 35.

¹²²⁴ Vgl. Chin (1998), S. 318, vgl. Nitzl (2010), S. 36.

kann.¹²²⁵ Auch bei der Prognoserelevanz lassen sich durch den Vergleich der Prognoserelevanzen von Modellen mit Ein- bzw. Ausschluss bestimmter latenter Variablen analog zur Effektstärke und mit gleichen Interpretationsintervallen Veränderungen in der Prognoserelevanz als zusätzliches Gütekriterium ermitteln.¹²²⁶

5.4.3.3.3 Definition der Messmodelle für die vorliegende Untersuchung

An dieser Stelle werden für die in Abschnitt 5.4.3.2.2.3 definierten Konstrukte/ latente Variablen die jeweiligen Messmodelle für die weitere Verwendung in den Strukturgleichungsmodellen festgelegt. Dabei wird anhand der Darstellung in Tabelle 23 im vorhergehenden Abschnitt vorgegangen. Werden die aus der Faktorenanalyse definierten Konstrukte an diesen Kriterien vorbeigeführt, ergeben sich die in Tabelle 25 aufgeführten Arten von Messmodellen.

Mit Hinblick auf die Anzahl von Indikatoren je Konstrukt sind die üblichen Anforderungen erfüllt. Während reflektive Messmodelle zumindest drei bis vier Indikatoren haben sollten¹²²⁷, bestimmt die Vollständigkeit der inhaltlichen Überlegung die Anzahl an Indikatoren in formativen Konstrukten¹²²⁸.

Die in den Modellen verwendeten abhängigen Variablen ‚Gewichtung quantitativer Methoden bei der Investitionsentscheidung‘ und ‚Fund Performance (Quartil)‘ enthalten jeweils nur den eine gleichnamigen Indikator und sind damit reflektive ‚Single-Item-Messungen‘¹²²⁹. Nachdem die Gewichtung quantitativer Methoden bei der Investitionsentscheidung und die Fund Performance in einer Größe verdichtet sind,

¹²²⁵ Vgl. Krafft et al. (2005), S. 85; vgl. Nitzl (2010), S. 36.

¹²²⁶ Vgl. Nitzl (2010), S. 35.

¹²²⁷ Teilsatz vgl. Bollen (1989), S. 228 ff.; vgl. Nitzl (2010), S. 14.

¹²²⁸ Teilsatz vgl. Nitzl (2010), S. 14. Der Autor verweist an dieser Stelle jedoch auf Reinartz et al. (2009), die grundsätzlich von mindestens sechs Indikatoren als Mindestanforderung für PLS ausgehen, da mit dem Wegfall von Indikatoren zu rechnen sei (vgl. Reinartz et al. (2006), S. 342; vgl. Nitzl (2010), S. 14).

¹²²⁹ Nähere Erläuterungen zu ‚Single-Item-Messungen‘ im Vergleich zu ‚Multi-Item-Messungen‘ sowie die dazugehörige Literatur finden sich z.B. in Weiber und Mühlhaus (2014), S. 111 ff.

sind diese als ‚Globalitems‘ zu verstehen und können deshalb auch im Kontext einer reflektiven Single-Item-Messung herangezogen werden.¹²³⁰

Kriterien	Konstrukt	Wesentliche Begründung	Anzahl Indikatoren
Einsatz statistischer Methoden	Formativ	Indikatoren definieren das Konstrukt, es ändert sich bei Änderung eines Indikators (eine Konstruktänderung bewirkt keine Änderung im Einsatz aller statistischer Methoden)	4
Bedeutende Rolle quantitativer Modelle	Formativ	Indikatoren definieren das Konstrukt, es ändert sich bei Änderung eines Indikators (inhaltliche Unterschiede zwischen den verschiedenen Rollen trotz Korrelation)	5
Arbeit im Private Equity – Private Equity-Toolkit als Erfolgstreiber	Reflektiv	Indikatoren sind Manifest des Konstrukts, sie ändern sich bei Änderungen am Konstrukt (PE Toolkit ist als ‚Paket‘ zu verstehen)	5
Äußere Limitationen für Einsatz statistischer Methoden	Reflektiv	Indikatoren sind Manifest des Konstrukts, sie ändern sich bei Änderungen am Konstrukt (zeitgleich verschiedene Limitationen)	5
Persönliche Erfahrung	Reflektiv	Indikatoren sind Manifest des Konstrukts, sie ändern sich bei Änderungen am Konstrukt (direkter Zusammenhang zwischen Variablen zu persönlicher Erfahrung)	4
Betonung persönlicher Erfahrung und weicher Faktoren gegenüber quantitativen Methoden	Reflektiv	Indikatoren sind Manifest des Konstrukts, sie ändern sich bei Änderungen am Konstrukt (ähnlicher Inhalt & Austauschbarkeit der Aussagen)	4
Ablehnung eines verstärkten Einsatzes quantitativer Methoden	Reflektiv	Indikatoren sind Manifest des Konstrukts, sie ändern sich bei Änderungen am Konstrukt (zeitgleich verschiedene Gründe für die Ablehnung eines verstärkten Einsatzes quantitativer Methoden)	3
Einsatz von Bewertungsverfahren	Formativ	Indikatoren definieren das Konstrukt, es ändert sich bei Änderung eines Indikators (eine Konstruktänderung bewirkt keine Änderung im Einsatz aller Bewertungsverfahren)	10

Tabelle 25: Bestimmung der Messmodelle für definierte Konstrukte/ latente Variablen.¹²³¹

5.4.3.3.4 Verwendete Software & Einstellungsparameter für die Berechnung der Strukturgleichungsmodelle

Die untersuchten Strukturgleichungsmodelle wurden mittels der PLS Methode und unter Zuhilfenahme des Softwarepakets ‚SmartPLS‘ berechnet.¹²³² SmartPLS kann unter www.smartpls.com heruntergeladen werden, wobei eine kostenlose Version (maximal 100 Datensätze) und eine kostenpflichtige Version zur Wahl stehen. Aufgrund der vorliegenden Stichprobengröße wurde auf die kostenpflichtige Vollversion des Programms zurückgegriffen. Für die Berechnung der vorliegenden Strukturgleichungsmodelle wurden die von SmartPLS empfohlenen Standardeinstellungen gewählt.¹²³³

¹²³⁰ Vgl. dazu Weiber und Mühlhaus (2014), S. 111.

¹²³¹ Eigene Darstellung.

¹²³² Gemäß Lizenzvereinbarung zitiert als Ringle et al. (2015) ohne Seitenangabe.

¹²³³ Eine kurze Beschreibung der möglichen Einstellungen findet sich in SmartPLS beim Aufruf der Berechnung (vgl. Ringle et al. (2015) ohne Seitenangabe).

Einstellungen für PLS Berechnung

- Grundeinstellungen
 - Pfadgewichtung
 - Maximale Anzahl von Iterationen: 300 (Maßgabe: „Soll groß genug sein, z.B. 300 oder 1000“¹²³⁴)
 - Stopp-Kriterium bei 10^{-7} : Maximale Änderung der Ergebnisse, damit Iterationsverfahren beendet wird („Soll klein genug sein (z.B. 10^{-5} oder 10^{-7} “¹²³⁵)
 - Ausgangsgewichtungen bei +1: Optional könnte für eine schnellere Konvergenz die Lohmöller-Vorgabe (-1 für das äußere Gewicht) gesetzt werden, jedoch können hier unerwartete Vorzeichen im Ergebnis auftreten, weshalb SmartPLS diese Einstellung nicht empfiehlt. Auch könnten manuelle Ausgangsgewichtungen vorgegeben werden.
- Fehlende Werte: Listenweiser Ausschluss (Weitere Optionen wären paarweiser Ausschluss und Mittelwert-Imputation). Aufgrund der Größe des Datensatzes konnte beim Umgang mit fehlenden Werten ein listenweiser Ausschluss der Datensätze erfolgen. Damit ist gerade auch mit Hinblick auf die Performance-Untersuchung gewährleistet, dass die Zusammenhänge nur mit Private Equity Unternehmen untersucht werden, für die auch eine eindeutige Performancemessung vorliegt.
- Bestimmung eines Gewichtungsvektors: Dies ist in der vorliegenden Untersuchung nicht relevant

Zusätzliche Einstellungen für Signifikanztests mittels Bootstrapping

- 10.000 Teil-Stichproben¹²³⁶
- Bias Korrektur für die Ermittlung der Konfidenzintervalle (empfohlene Standardeinstellung)¹²³⁷

¹²³⁴ Vgl. Ringle et al. (2015) ohne Seitenangabe.

¹²³⁵ Vgl. Ringle et al. (2015) ohne Seitenangabe.

¹²³⁶ Vgl. Ringle et al. (2015) ohne Seitenangabe, die Autoren empfehlen mindestens 5.000 Teilstichproben für abschließende Analysen.

¹²³⁷ Vgl. Ringle et al. (2015) ohne Seitenangabe.

- Keine Vorzeichenwechsel (empfohlene Standardeinstellung): Hier werden mögliche Vorzeichenwechsel bei der Erstellung der Teilstichproben ignoriert, die Teilstichproben werden so verwendet, wie sie entstehen.¹²³⁸ Nachdem dies zu höheren Standardfehlern führt, kommen hierbei die geringsten t-Werte zustande, weshalb dies als die konservativste Schätzmethode zu bewerten ist.
- Testparameter für Konfidenzen
 - Signifikanzniveau: 0,05
 - Einseitiger Test für Pfadkoeffizienten, da für die Koeffizienten in den Hypothesen einseitige Wirkungsrichtungen postuliert wurden.
 - Zweiseitiger Test für Faktorladungen (konservative Interpretation) in formativen Konstrukten
- Blindfolding: Auslassungsdistanz von 7 (die vorliegenden Stichprobengrößen der beiden untersuchten Modelle von 257 bzw. 90 sind kein Vielfaches dieser Größe) – auch das angepasste zweite Modell erlaubt mit einer Stichprobengröße von 85 diese Auslassungsdistanz
- Eine Berechnung mittels FIMIX zum Test auf Heterogenität in der Stichprobe findet nicht statt, da diese im Gegensatz zum PLS-Berechnungsverfahren eine Normalverteilung der Daten erfordert¹²³⁹, was in der vorliegenden Stichprobe nicht uneingeschränkt gegeben ist

5.4.3.3.5 Ergebnisse der Hypothesentests

5.4.3.3.5.1 Einflüsse auf die Gewichtung quantitativer Methoden

Die in Abschnitt 5.1 aufgestellten Hypothesen zu Fragestellung VIII¹²⁴⁰ werden in Strukturgleichungsmodell I untersucht, welches in Abbildung 52 dargestellt ist. Auf den dort abgebildeten Pfaden finden sich die jeweils zugehörigen Hypothesen mit

¹²³⁸ Dieser und nächster Satz vgl. Ringle et al. (2015) ohne Seitenangabe.

¹²³⁹ Teilsatz vgl. Conze (2007), S. 118.

¹²⁴⁰ **Fragestellung VIII:** Wodurch werden die Gewichtungen von quantitativen und Methoden ‚weichen‘ Faktoren bei der Investitionsentscheidung beeinflusst bzw. verursacht.

ihrer postulierte Wirkungsrichtung. Auch führt die Darstellung auf, welche latenten Variablen ein formatives bzw. ein reflektives Konstrukt aufweisen –die abhängige Variable (in schwarz) hat ein reflektives Konstrukt. Aufgrund der Darstellungskomplexität sind die einzelnen Konstrukte ausgeblendet, diese wurden dafür bereits in Abschnitt 5.4.3.2.2.3 aufgeführt.

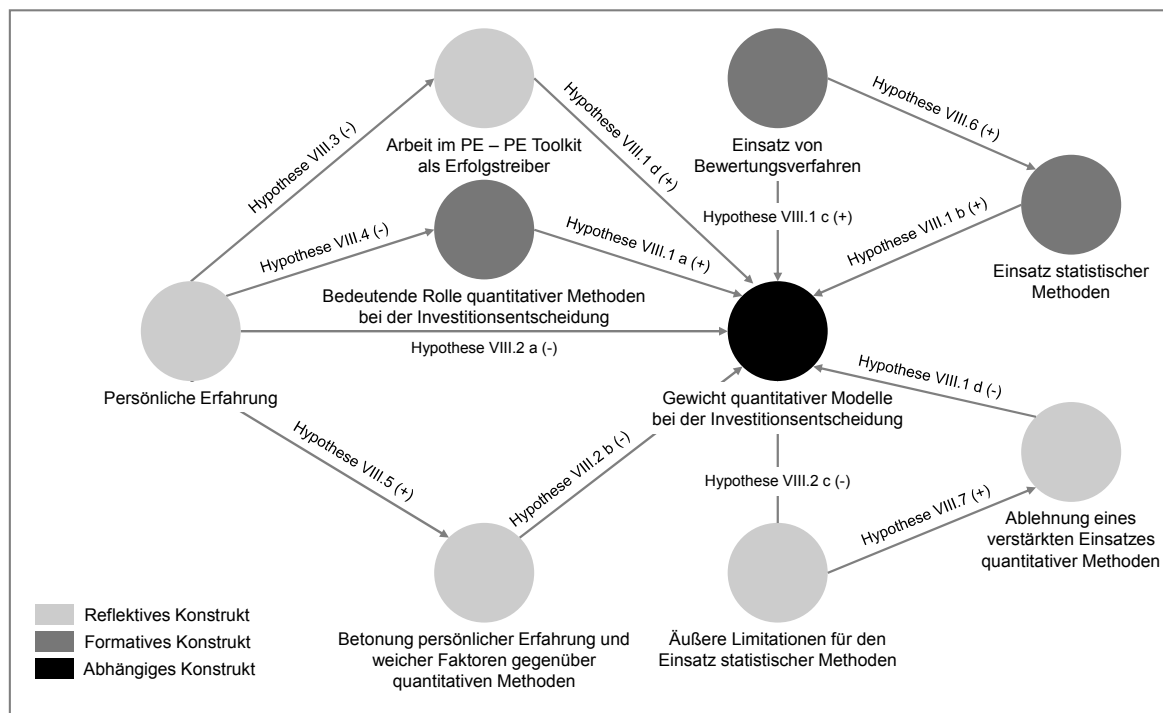


Abbildung 52: Strukturgleichungsmodell I – Modellaufbau und Hypothesen zur Untersuchung der Treiber für die Gewichtung quantitativer Methoden.¹²⁴¹

Vor der näheren Beleuchtung der Modellergebnisse als solcher und deren Interpretation wird die Güte des Modells entlang des zuvor erläuterten Prüfschemas mit seinem zugehörigen Kriterienkatalog überprüft.

Güte der formativen Konstrukte

Das Modell hat insgesamt drei formative Konstrukte, deren Gütebewertung Tabelle 26 zusammengefasst steht. Im ersten aufgeführten Konstrukt (‚Bedeutende Rolle quantitativer Methoden bei der Investitionsentscheidung‘) sind nur zwei äußere Gewichte signifikant.

¹²⁴¹ Eigene Darstellung.

Der Zweck bzw. die Rolle quantitativer Methoden als ‚zentrale Entscheidungsgrundlage‘ hat ein sehr starkes positives Gewicht (1,012) bei einer sehr hohen Signifikanz (p-Wert bei 0,000). Ein ebenfalls noch bedeutendes Gewicht von -0,466 –wenngleich negativer Ausprägung und bei einem etwas reduzierten Signifikanzniveau von 0,10- hat der Zweck bzw. die Rolle quantitativer Methoden als reine ‚Risikoeinschätzung‘. Die Anforderungen an den Varianzinflationsfaktor sind für alle Variablen im Konstrukt erfüllt. Aufgrund der inhaltlichen Überlegungen im Vorfeld der Untersuchung werden die übrigen Indikatoren mit nicht signifikanten Ladungen aus diesem Konstrukt nicht entfernt, dennoch unterbleibt deren Verwendung für die weitere Interpretation.

Im zweiten formativen Konstrukt zum Einsatz statistischer Methoden ist das Gütekriterium an die Multikollinearität für alle Indikatoren erfüllt und alle Indikatoren weisen ein positives Gewicht auf das Konstrukt auf. Dabei wirkt der Einsatz nicht linearer Optimierungsverfahren mit 0,497 am stärksten bei sehr hoher Signifikanz (p-Wert von 0,000), gefolgt vom Einsatz einfacher statistischer Verfahren mit 0,306 bei einem Signifikanzniveau von 0,05. Mit einer sehr starken Einschränkung bei der Signifikanz von 0,20 ist noch eine schwach positive Ladung beim Einsatz komplexer statistischer Verfahren (0,226) und beim Einsatz von Simulationsverfahren (0,178) festzustellen. Auch hier besteht keine inhaltliche Notwendigkeit zur Entfernung eines Indikators, wenngleich die Interpretation für die zwei Indikatoren mit schwacher Signifikanz aus statistischer Sicht –wenn überhaupt- unter entsprechenden Einschränkungen zu erfolgen hat.

Das dritte formative Konstrukt zum Einsatz von Bewertungsverfahren erfüllt ebenfalls für alle Indikatoren das Kriterium an den Varianzinflationsfaktor. Bezüglich der äußeren Gewichte auf das Konstrukt sind nur drei Variablen von Bedeutung. Beim Einsatz von Optionsbewertungsverfahren fällt das Gewicht stark positiv (0,757) und hoch signifikant (p-Wert = 0,000) aus, die anderen beiden Variablen, Einsatz von LBO-Modellen und der Einsatz von DCF-Methoden haben eine leichtere Gewichtung von 0,227 bzw. 0,225 bei Erfüllung des Signifikanzniveaus von 0,05. Die übrigen Indikatoren mit nicht signifikanter Ladung werden auch hier aufgrund der ursprünglichen inhaltlichen Überlegungen nicht aus dem Konstrukt entfernt, jedoch auch nicht in die weitere Interpretation einbezogen.

Latente Variable	Items	Äußere Gewichte	t-Wert	p-Wert (zweiseitige Signifikanz)	VIF	Bewertung
Bedeutende Rolle quantitativer Methoden bei der Investitionsentscheidung	Zweck/ Rolle quantitativer Methoden - Entscheidungsunterstützung	-0,138	0,670	0,503	1,489	Keine Signifikanz
	Zweck/ Rolle quantitativer Methoden - Informationsumsetzung in entscheidungsrelevante Zahlen	0,310	1,238	0,216	1,690	Keine Signifikanz
	Zweck/ Rolle quantitativer Methoden - Risikoinschätzung	-0,466	1,724	0,085	1,481	Signifikant bei alpha = 0,10
	Zweck/ Rolle quantitativer Methoden - Sensitivitäten	0,040	0,173	0,863	1,774	Keine Signifikanz
	Zweck/ Rolle quantitativer Methoden - zentrale Entscheidungsgrundlage	1,012	5,050	0,000	1,655	Hoch signifikant
	Einsatz statistischer Methoden - Nicht-lineare Optimierungsverfahren	0,497	3,889	0,000	2,761	Hoch signifikant
	Einsatz statistischer Methoden - Simulationsverfahren	0,178	1,471	0,141	1,649	Schwache Signifikanz bei alpha = 0,20
	Einsatz statistischer Methoden - einfache Verfahren	0,306	2,446	0,014	1,756	Signifikant bei alpha = 0,05
	Einsatz statistischer Methoden - komplexe Verfahren	0,226	1,613	0,107	3,360	Schwache Signifikanz bei alpha = 0,20
	Einsatz von Bewertungsverfahren - CAPM	0,048	0,421	0,674	2,027	Keine Signifikanz
Bewertungsverfahren	Einsatz Bewertungsverfahren - DCF-Methoden	0,225	2,119	0,034	1,554	Signifikant bei alpha = 0,05
	Einsatz Bewertungsverfahren - Ertragswert-Verfahren	0,044	0,517	0,605	1,410	Keine Signifikanz
	Einsatz Bewertungsverfahren - LBO-Modell	0,227	2,228	0,026	1,306	Signifikant bei alpha = 0,05
	Einsatz Bewertungsverfahren - Multiples (Markt)	0,012	0,123	0,902	2,397	Keine Signifikanz
	Einsatz Bewertungsverfahren - Multiples (Transaktionen)	-0,068	0,739	0,460	2,308	Keine Signifikanz
	Einsatz Bewertungsverfahren - Optionsbewertungsverfahren	0,757	6,819	0,000	1,810	Hoch signifikant
	Einsatz Bewertungsverfahren - Rendite (z.B. IRR)	-0,039	0,444	0,657	1,224	Keine Signifikanz
	Einsatz Bewertungsverfahren - Substanzwert/ Liquidationswert	0,086	0,762	0,446	1,944	Keine Signifikanz
	Einsatz Bewertungsverfahren - Sum of Parts/ Zerschlagungswerte	0,035	0,281	0,778	1,990	Keine Signifikanz

Tabelle 26: Gütebewertung der formativen Messmodelle in Strukturgleichungsmodell I.¹²⁴²

¹²⁴² Eigene Darstellung basierend auf SmartPLS-Ausgabe.

Für die formativen Konstrukte in diesem Modell sind folgende Zwischenergebnisse festzuhalten, die im weiteren Verlauf zur ganzheitlichen Interpretation des Modells herangezogen werden:

- Bedeutende Rolle quantitativer Methoden bei der Investitionsentscheidung:
 - Die sehr gewichtige Rolle als ‚zentrale Entscheidungsgrundlage‘ wirkt stark positiv und hoch signifikant auf die latente Variable
 - Die rein auf eine technische Rolle begrenzte ‚Risikoeinschätzung‘ wirkt in deutlichem Umfang und bei reduziertem Signifikanzniveau von 0,10 negativ auf die latente Variable

- Einsatz statistischer Methoden
 - Der Einsatz von nicht linearen Optimierungsverfahren wirkt hoch signifikant und in deutlichem Umfang auf die latente Variable
 - Der Einsatz einfacher statistischer Methoden wirkt signifikant und immer noch in bedeutendem Umfang auf die latente Variable
 - Mit starker Einschränkung bei der Signifikanz kann ein leichtes positives Gewicht beim Einsatz komplexer statistischer Methoden mit erwähnt werden

- Einsatz von Bewertungsverfahren
 - Der Einsatz von Optionsbewertungsverfahren hat ein stark positives und hoch signifikantes Gewicht auf die latente Variable
 - Der Einsatz von LBO-Modellen hat ein leichtes und signifikantes Gewicht auf die latente Variable
 - Der Einsatz von DCF-Methoden hat ein leichtes und signifikantes Gewicht auf die latente Variable

Güte der reflektiven Konstrukte

Die Ergebnisse der Gütekriterien für die reflektiven Konstrukte finden sich in Tabelle 27, insgesamt sind die erforderlichen Gütekriterien über alle Konstrukte mit ein paar kleinen Ausnahmen sehr gut erfüllt. Dieser Umstand erlaubt es, die Erfüllung der Gütebewertung der reflektiven Konstrukte übergreifend zu beschreiben.

Fast alle verwendeten Indikatoren weisen zu ihrem jeweiligen Konstrukt eine Ladung oberhalb des Grenzwerts von 0,7 auf, also werden die einzelnen Indikatoren in ausreichendem Maß durch die zugehörige latente Variable erklärt. Dabei sind folgende Ausnahmen festzuhalten:

- Im Konstrukt ‚Betonung persönlicher Erfahrung und weicher Faktoren gegenüber quantitativen Modellen‘ unterschreitet der Indikator ‚Abschließende Bewertung - Die Investitionsentscheidung ist meist von quantitativer Grundlage losgelöst‘ mit einer Faktorladung von 0,678 den Grenzwert von 0,707 nur in sehr geringem Umfang.
- Im Konstrukt ‚Äußere Limitationen für den Einsatz statistischer Methoden‘ unterschreiten die Indikatoren ‚Begrenzter Einsatz statistischer Methoden - fehlende Kenntnisse‘ (0,538) und ‚Begrenzter Einsatz statistischer Methoden - fehlende Softwarekenntnisse‘ (0,525) den Mindestwert. Nachdem deren Faktorladungen den Wert von 0,4 nicht unterschreiten, werden sie zwar aus dem Modell nicht entfernt, dennoch werden sie in der weiteren Interpretation nicht berücksichtigt.
- Im Konstrukt ‚Arbeit im PE - PE-Toolkit als Erfolgstreiber‘ weist die Variable ‚PE-Erfolgsfaktoren - VWL Kenntnisse‘ lediglich eine Ladung von 0,567 auf. Sie wird ebenfalls aus der weiteren Interpretation ausgeklammert, wenngleich sie wegen der Ladungsstärke oberhalb von 0,4 im Modell belassen werden kann.

Alle weiteren Gütemaße für reflektive Konstrukte werden durchgehend erfüllt:

Die interne Konsistenz liegt über alle reflektiven Konstrukte zwischen 0,838 und 0,900 und damit deutlich über dem erforderlichen Mindestwert von 0,6, also werden die latenten Variablen von ihren zugehörigen Indikatoren ausreichend gut wiedergegeben. Auch das Kriterium für Cronbach's Alpha ist durchgehend erfüllt, in allen Fällen befinden sich die Werte zwischen 0,8 und 0,9 und sind damit als ‚gut‘ zu bewerten (siehe Abschnitt 5.4.3.3.2). Für alle reflektiven Konstrukte kann also von einer ausreichenden positiven Korrelation der jeweiligen Indikatoren untereinander ausgegangen werden, das Kriterium der Konstruktreliaibilität ist damit erfüllt.

Die durchschnittlich erfasste Varianz liegt über alle Konstrukte zwischen 0,519 und 0,751 und damit oberhalb der notwendigen Schwelle von 0,5, insgesamt liegt damit eine ausreichende Erklärung der gesamten Indikatoren innerhalb der jeweiligen latenten Variablen vor.

Der Blick auf die Diskriminanzvalidität –also die Trennschärfe der Konstrukte von anderen Konstrukten- zeigt, dass die Wurzel der durchschnittlich erfassten Varianz der jeweiligen Konstrukte stets betragsmäßig oberhalb jeder ihrer Korrelation mit anderen Konstrukten liegt (Fornell-Larcker-Kriterium erfüllt). Auch die Faktorladungen der einzelnen Indikatoren befinden sich betragsmäßig stets oberhalb deren Kreuzladungen mit anderen Konstrukten. Damit können alle Konstrukte statistisch als eigenständig betrachtet werden.

Latente Variable	Items	Indikatorreliabilität (äußere Ladungen)	Konstruktuelle Reliabilität (Composite Reliability)	Cronbachs Alpha	Durchschnittlich erfasste Varianz (DEV)	Diskriminanzvalidität (Fornell-Larcker-Kriterium)	Kreuzladungen	Bewertung
Persönliche Erfahrung	# durchgeführter Due Diligences	0,805	0,897	0,853	0,686	0,828 > -0,178 (größte Korrelation mit anderen Konstrukten)	0,805 > -0,17	Kriterien erfüllt
	Berufserfahrung - PE (in Jahren)	0,793					0,793 > -0,119	Kriterien erfüllt
	Berufserfahrung - gesamt (in Jahren)	0,855					0,855 > -0,123	Kriterien erfüllt
	Derzeitige Position	0,857					0,857 > -0,216	Kriterien erfüllt
Betonung persönlicher Erfahrung und weicher Faktoren gegenüberer quantitativen Methoden	Abschließende Bewertung - Für gute Investitionsentscheidung ist persönliche Erfahrung wichtiger als das Ergebnis quantitativer Modelle	0,849	0,873	0,811	0,635	0,797 > -0,538 (größte Korrelation mit anderen Konstrukten)	0,849 > -0,487	Kriterien erfüllt
	Abschließende Bewertung - Die Investitionsentscheidung wird grundsätzlich mehr auf Basis persönlicher Erfahrung/ Dealerfahrung als auf quantitativen Modellen gefällt	0,842					0,842 > -0,417	Kriterien erfüllt
	Abschließende Bewertung - Die Investitionsentscheidung ist meist von quantitativer Grundlage losgelöst	0,678					0,678 > -0,299	Kriterien 'quasi' erfüllt
	Abschließende Bewertung - Die Investitionsentscheidung wird zu einem großem Teil von nicht quantitativen Größen bestimmt	0,805					0,805 > -0,484	Kriterien erfüllt
Ablehnung eines verstärkten Einsatzes quantitativer Methoden	Abschließende Bewertung - unnötige Komplexität durch verstärkten Einsatz quantitativer Methoden	0,809	0,900	0,844	0,751	0,866 > 0,384 (größte Korrelation mit anderen Konstrukten)	0,809 > 0,338	Kriterien erfüllt
	Abschließende Bewertung - unnötig hohe Kosten durch verstärkten Einsatz quantitativer Methoden	0,888					0,888 > 0,365	Kriterien erfüllt
	Abschließende Bewertung - unnötig viele Ressourcen durch verstärkten Einsatz quantitativer Methoden	0,900					0,9 > 0,325	Kriterien erfüllt
	Begrenzter Einsatz statistischer Methoden - fehlende Kenntnisse	0,538					0,538 > 0,095	Kriterien eingeschränkt erfüllt
Äußere Limitationen fuer den Einsatz statistischer Methoden	Begrenzter Einsatz statistischer Methoden - fehlende Ressourcen	0,816	0,838	0,800	0,519	0,720 > 0,286 (größte Korrelation mit anderen Konstrukten)	0,816 > 0,192	Kriterien erfüllt
	Begrenzter Einsatz statistischer Methoden - fehlende Softwarekenntnisse	0,525					0,525 > -0,223	Kriterien eingeschränkt erfüllt
	Begrenzter Einsatz statistischer Methoden - zu hohe Kosten	0,823					0,823 > 0,294	Kriterien erfüllt
	Begrenzter Einsatz statistischer Methoden - zu hoher Zeitaufwand	0,828					0,828 > 0,226	Kriterien erfüllt
Arbeit im PE - PE-Toolkit als Erfolgstreiber	PE-Erfolgsfaktoren - Finanzierungskenntnisse	0,818	0,866	0,808	0,567	0,753 > 0,206 (größte Korrelation mit anderen Konstrukten)	0,818 > 0,248	Kriterien erfüllt
	PE-Erfolgsfaktoren - Kenntnisse in MS Office	0,761					0,761 > -0,215	Kriterien erfüllt
	PE-Erfolgsfaktoren - Kenntnisse über Rechnungslegung	0,821					0,821 > 0,158	Kriterien erfüllt
	PE-Erfolgsfaktoren - Kenntnisse über Unternehmensbewertung	0,770					0,77 > 0,233	Kriterien erfüllt
	PE-Erfolgsfaktoren - VWL Kenntnisse	0,567				0,567 > 0,2	Kriterien eingeschränkt erfüllt	

Tabelle 27: Gütebewertung der reflektiven Messmodelle in Strukturgleichungsmodell I. 1243

1243 Eigene Darstellung basierend auf SmartPLS-Ausgabe.

Für die reflektiven Messmodelle in diesem Strukturgleichungsmodell sind folgende Zwischenergebnisse festzuhalten:

- Persönliche Erfahrung: Das Konstrukt kann wie beschrieben für die weitere Analyse und ohne Einschränkungen interpretiert werden.
- Betonung persönlicher Erfahrung und weicher Faktoren gegenüber quantitativen Methoden: Das Konstrukt kann wie beschrieben für die weitere Analyse und mit minimaler Einschränkung bei der Variable ‚Abschließende Bewertung - Die Investitionsentscheidung ist meist von quantitativer Grundlage losgelöst‘ interpretiert werden.
- Ablehnung eines verstärkten Einsatzes quantitativer Methoden: Das Konstrukt kann wie beschrieben für die weitere Analyse und ohne Einschränkungen interpretiert werden
- Äußere Limitationen für den Einsatz statistischer Methoden: Das Konstrukt kann wie beschrieben für die weitere Analyse verwendet werden. Für die Interpretation sind folgende Variablen auszuklammern:
 - Begrenzter Einsatz statistischer Methoden - fehlende Kenntnisse
 - Begrenzter Einsatz statistischer Methoden - fehlende Softwarekenntnisse
- Arbeit im PE - PE-Toolkit als Erfolgstreiber: Das Konstrukt kann wie beschrieben für die weitere Analyse verwendet werden. Für die Interpretation ist die Variable ‚PE-Erfolgsfaktoren - VWL Kenntnisse‘ auszuklammern

Güte des Strukturgleichungsmodells und Ergebnisse zu Hypothesen

Tabelle 28 fasst alle Gütemaße zusammen, die das Strukturgleichungsmodell als in der ganzheitlichen Betrachtung sowie die zugehörigen Hypothesen betreffen.

Ganzheitliche Gütebetrachtung des Strukturgleichungsmodells

Das Bestimmtheitsmaß zur Erklärung der Zielvariablen ‚Gewicht quantitativer Methoden bei der Investitionsentscheidung‘ liegt mit 0,37 oberhalb des notwendigen Mindestwertes von 0,3 und nach Chin (1998) im ‚mittelguten‘ Bereich. Die Prognose-

relevanz des Gesamtmodells weist einen Wert von 0,302 auf und liegt damit deutlich oberhalb von Null. Damit lässt sich festhalten, dass das aufgestellte Modell bezogen auf erklärte Varianz der Zielvariable und Prognosequalität insgesamt eine ausreichende Güte aufweist.

Aus den Ergebnissen der Gütebewertung der formativen und reflektiven Konstrukte und den Gütekriterien für das Gesamtmodell sind die Voraussetzungen zur Untersuchung der einzelnen formulierten Hypothesen zur Gewichtung quantitativer Methoden bei der Investitionsentscheidung erfüllt.

Hypothesenblock	Hypothese	Pfadkoeffizienten	t-Wert des Pfadkoeffizienten (Bootstrapping - 10.000)	Einseitige Signifikanz für Pfadkoeffizienten (p-Wert)	Gesamteffekt	t-Wert des Gesamteffekts (Bootstrapping - 10.000)	Einseitige Signifikanz für Gesamteffekt (p-Wert)	Effektstärke	Bestimmtheitsmaß (R ²)	Signifikanz für Bestimmtheitsmaß (p-Wert)	Propose-relevanz (Q ²)	Ergebnis
Hypothese VIII.1: Die Gewichtung von quantitativen Faktoren bei der Investitionsentscheidung hängt positiv ab von...	a. Bedeutung, die quantitativen Methoden bei gemessen wird	0,186	3,407	0,000				0,049 (schwach)				Hypothese nicht ablehnen
	b. Häufigkeit des Einsatzes von statistischen Methoden	0,009	0,118	0,453				0,000				Hypothese ablehnen
	c. Häufigkeit des Einsatzes von Bewertungserfahren	0,071	0,888	0,185	0,076	1,320	0,093	0,004				Hypothese ablehnen, jedoch mit Verweis auf möglichen positiven Zusammenhang zwischen Einsatz komplexer Bewertungsverfahren und Gewicht quantitativer Methoden
	d. Bedeutung, die PE-relevanten technischen Kenntnissen (Finanzierung, Unternehmensbewertung, Rechnungslegung, VWL, Microsoft Office Paket) beigemessen wird	0,095	1,677	0,047				0,013				Hypothese unter Einschränkung bzgl. Wirkung des Pfadkoeffizienten und Effektstärke ablehnen
Hypothese VIII.2: Die Gewichtung von quantitativen Faktoren bei der Investitionsentscheidung hängt negativ ab von...	a. Persönlicher Erfahrung (Berufsjahre insgesamt, Berufsjahre im Private Equity, Seniorität/ Position, Anzahl durchgeführter Due Diligences)	-0,044	0,846	0,199	-0,106	1,702	0,044	0,003	0,370 (mittel)	0,000	0,302	Hypothese ablehnen
	b. Bedeutung, die nicht quantitativen Investitionsentscheidung beigemessen wird	-0,449	8,613	0,000				0,245 (mittel)				Hypothese nicht ablehnen
	c. Betonung von äußeren Limitationen für den Einsatz statistischer Methoden/ 'analytical biasness' (z.B. fehlende Kenntnisse, fehlende Ressourcen, Kosten und Zeitaufwand)	0,111	1,983	0,025	0,090	1,629	0,052	0,017				Hypothese unter Einschränkung bzgl. Wirkung des Pfadkoeffizienten und Effektstärke ablehnen
	d. Gewährleistung eines verstärkten Einsatzes quantitativer Methoden	-0,071	1,319	0,094				0,006				Hypothese ablehnen
Nebenhypothesen	Hypothese VIII.3: Die Bedeutung PE-relevanter technischer Kenntnisse (Finanzierung, Unternehmensbewertung, Rechnungslegung, VWL, Microsoft Office Paket) hängt negativ ab von der persönlichen Erfahrung (Berufsjahre insgesamt, Berufsjahre im Private Equity, Seniorität/ Position, Anzahl durchgeführter Due Diligences)	-0,178	2,296	0,012				0,083 (schwach)	0,082	0,089	0,014	Hypothese ablehnen
	Hypothese VIII.4: Die Bedeutung, die quantitativen Methoden beigemessen wird, hängt negativ ab von der persönlichen Erfahrung (Berufsjahre insgesamt, Berufsjahre im Private Equity, Seniorität/ Position, Anzahl durchgeführter Due Diligences)	-0,054	0,557	0,289				0,003	0,003	0,169	-0,003	Hypothese ablehnen
	Hypothese VIII.5: Die Bedeutung, die persönlichen Erfahrung und anderen Faktoren beigemessen wird, hängt positiv ab von der persönlichen Erfahrung (Berufsjahre insgesamt, Berufsjahre im Private Equity, Seniorität/ Position, Anzahl durchgeführter Due Diligences)	0,079	1,173	0,120				0,006	0,006	0,310	0,000	Hypothese ablehnen
	Hypothese VIII.6: Der Einsatz mathematischer/ statistischer Methoden hängt positiv vom Einsatz von Bewertungserfahren ab	0,663	16,804	0,000				0,784 (groß)	0,44 (mittel)	0,000	0,272	Hypothese nicht ablehnen
	Hypothese VIII.7: Die Ablehnung eines verstärkten Einsatzes quantitativer Methoden hängt positiv von der Betonung äußerer Limitationen für den Einsatz statistischer Methoden (z.B. fehlende Kenntnisse, fehlende Ressourcen, Kosten und Zeitaufwand, mangelnde Datenverfügbarkeit) ab	0,286	4,167	0,000				0,085 (schwach)	0,082	0,046	0,046	Hypothese unter Einschränkung bzgl. Bestimmtheitsmaß nicht ablehnen

Tabelle 28: Gütebewertung des Strukturmodells von Strukturgleichungsmodell I. 1244

1244 Eigene Darstellung basierend auf SmartPLS-Ausgabe.

Diskussion der Hypothesen zur Gewichtung quantitativer Modelle bei der Investitionsentscheidung

Hypothese VIII.1: Die Gewichtung von quantitativen Methoden bei der Investitionsentscheidung hängt positiv ab von...

a. Bedeutung, die quantitativen Methoden beigemessen wird:

Der hier postulierte Zusammenhang wird im Modell durch über das formative Konstrukt ‚Bedeutende Rolle quantitativer Methoden bei der Investitionsentscheidung‘ gemessen. Der Pfadkoeffizient beträgt 0,186 und ist damit leicht unterhalb des von Chin (1998) geforderten Wertes von 0,2, dafür jedoch noch deutlich oberhalb der von Lohmöller definierten Mindestgröße von 0,1. Auch weist der Pfadkoeffizient eine sehr hohe einseitige Signifikanz (p-Wert von 0,000) auf. Die Effektstärke des Konstrukts liegt bei 0,049 und ist damit nachweisbar, wenngleich sie als ‚schwach‘ einzustufen ist. Aus Sicht der latenten Variablen ist die Hypothese VIII.1 a nicht abzulehnen, wenngleich die Wirkungsstärke nicht allzu hoch ausfällt: Man könnte sagen, dass Entscheider, bei denen quantitative Methoden eine entsprechende Rolle haben, diesen eine entsprechend leicht höhere Gewichtung beimessen. Nachdem das hier beleuchtete Konstrukt jedoch formativer Natur ist, müssen für eine abschließende Aussage nun die äußeren Gewichte der Indikatoren mit in Betracht gezogen werden. Hierbei ergab sich, dass die Rolle quantitativer Methoden als ‚zentrale Entscheidungsgrundlage‘ eine stark positive und hoch signifikante Wirkung auf die latente Variable ausübt, wohingegen die Rolle quantitativer Methoden als reine ‚Risikoeinschätzung‘ bei mittlerer Stärke und bei einem reduzierten Signifikanzniveau von 0,10 negativ auf die latente Variable wirkt. Diese Differenzierung kann sogar als Konkretisierung der Hypothese verstanden werden. Die Gewichtung quantitativer Methoden bei der Investitionsentscheidung fällt nur bei denjenigen Personen höher aus, die ihnen die quasi höchstmögliche Rolle beimessen, und damit ihre Investitionsentscheidung entsprechend maximal quantitativ treffen. Demgegenüber haben quantitative Methoden eine geringere Gewichtung, sobald deren Rolle eher ‚rechnerisch-mechanischer‘ Natur ist, wie es bei der reinen Risikoeinschätzung der Fall ist.

b. Häufigkeit des Einsatzes von statistischen Methoden:

Diese Hypothese wird anhand des formativen Konstrukts ‚Einsatz statistischer Methoden‘ untersucht. Der ermittelte Pfadkoeffizient liegt mit einem Wert von 0,009 nahe an Null und er ist auch nicht signifikant. Dementsprechend ist die Effektstärke dieser latenten Variablen bei 0,000 und damit nicht vorhanden, insgesamt ist diese Hypothese abzulehnen, der reine Einsatz statistischer Methoden hat nicht zur Folge, dass quantitative Methoden als solche ein höheres Gewicht bei der Investitionsentscheidung haben. Auf eine weitere Interpretation der äußeren Gewichte kann an dieser Stelle verzichtet werden, in Anbetracht des insgesamt eher seltenen bis teilweise vorhandenen Einsatzes statistischer Methoden bei PE-Transaktionen (siehe Abschnitt 5.4.2.2) verwundert das Ergebnis an dieser Stelle nicht.

c. Häufigkeit des Einsatzes von Bewertungsverfahren:

Das zu dieser Hypothese gehörende Konstrukt ‚Einsatz von Bewertungsverfahren‘ ist ebenfalls formativ und wirkt mit einem Pfadkoeffizienten von 0,071 recht schwach auf die Gewichtung quantitativer Methoden bei der Investitionsentscheidung und erfüllt damit nicht die Kriterien an die Mindestlöhne von 0,1 bzw. 0,2. Auch die Signifikanz des Pfadkoeffizienten fällt schwach aus und würde nur noch einem mit starken Einschränkungen verbundenen einseitigen Signifikanzniveau von 0,2 gerecht werden (p-Wert von 0,185). Die Effektstärke von 0,004 fällt zuletzt auch deutlich unterhalb der Schwelle von 0,02 für eine ‚schwache‘ Effektstärke aus. Bei der Gesamtwirkung auf die Zielgröße ist noch ein abschließender Blick auf den Gesamteffekt zu richten, da der Einsatz statistischer Methoden als Mediator postuliert wurde (siehe dazu Hypothese VIII.6). Wenngleich der Gesamteffekt mit 0,076 nicht deutlich höher ausfällt, würde dieser immerhin einem einseitigen Signifikanzeffekt von 0,10 gerecht werden (p-Wert von 0,093). Die auf das formative Konstrukt signifikant positiv wirkenden Variablen betreffen den Einsatz von Optionsbewertungsverfahren, LBO-Modellen und DCF-Methoden, also die quantitativ eher anspruchsvollen Bewertungsverfahren. Wenngleich die Hypothese gerade wegen der niedrigen Effektstärke von 0,004 abzulehnen ist, sei dennoch unter starken statistischen Einschränkungen festzuhalten, dass diejenigen Entscheider, die mit entsprechend komplexen Bewertungsverfahren arbeiten, quantitative Methoden bei der Investitionsentscheidung ggf. auch etwas stärker gewichten werden.

d. Bedeutung, die PE-relevanten technischen Kenntnissen (Finanzierung, Unternehmensbewertung, Rechnungslegung, VWL, Microsoft Office Paket) beigemessen wird:

Der Pfadkoeffizient dieses reflektiven Konstrukts auf die Gewichtung quantitativer Methoden bei der Investitionsentscheidung beträgt 0,095 und liegt damit knapp unterhalb des kleineren Grenzwerts von 0,10, er erfüllt jedoch das einseitige Signifikanzniveau von 0,05. Einschränkend liegt die Effektstärke bei nur 0,013 und damit unterhalb des Mindestwertes von 0,02 für eine ‚schwache‘ Effektstärke. Aus der Gütebewertung des Konstrukts sind die VWL-Kenntnisse als Erfolgstreiber für die Arbeit im Private Equity auszuklammern, damit beschränkt sich die Interpretation auf Kenntnisse in Finanzierung, Unternehmensbewertung, Rechnungslegung und MS Office. Die formulierte Hypothese wäre mit Blick auf die Werte von Pfadkoeffizient und Effektstärke abzulehnen, mit Blick auf das einseitige Signifikanzniveau jedoch nicht. Rein inhaltlich betrachtet verwundert weder die Signifikanz des Koeffizienten noch die eher niedrige Ausprägung des Koeffizienten und der Effektstärke. Natürlich sind die aufgeführten Kenntnisse in diesem Konstrukt grundsätzlich quantitativer bzw. analytischer Natur sind (MS Office beinhaltet im Private Equity zu einem substantiellen Anteil die Nutzung von Excel), was einen positiven Zusammenhang zwischen deren Betonung und der Gewichtung quantitativer Methoden erklären würde. Dennoch sind Kenntnisse in diesen Themenfeldern wiederum eher eine Voraussetzung, um überhaupt im Private Equity arbeiten zu können, insofern erscheint es auch natürlich, dass eine höhere Einstufung ihrer Bedeutung nicht gleich automatisch in einer betragsmäßig bedeutend höheren Gewichtung quantitativer Methoden resultiert. Unter diesen Gesichtspunkten ist die formulierte Hypothese unter einschränkendem Verweis auf die Höhe des Pfadkoeffizienten und der Effektstärke nicht kategorisch abzulehnen.

Hypothese VIII.2: Die Gewichtung von quantitativen Methoden bei der Investitionsentscheidung hängt negativ ab von...

a. Persönlicher Erfahrung (Berufsjahre insgesamt, Berufsjahre im Private Equity, Seniorität/ Position, Anzahl durchgeführter Due Diligences):

Die persönliche Erfahrung, bestehend aus Berufserfahrung gesamt und im PE (in Jahren), Anzahl durchgeführter Due Diligences und die derzeitige Position des Befragten, weist auf dem direkten Pfad zur Gewichtung quantitativer Methoden einen Koeffizienten von $-0,044$ bei einer nur sehr schwachen Signifikanz auf (p-Wert von $0,199$). Der Gesamteffekt unter Berücksichtigung der mediierenden Pfade zeigt immerhin einen Wert von $-0,106$, der das einseitige Signifikanzniveau von $0,05$ besteht. Kritisch ist an dieser Stelle jedoch die Effektstärke von nur $0,003$ festzustellen, die zwar positiv, jedoch nicht deutlich vom Mindestwert für eine ‚schwache‘ Effektstärke entfernt. Damit scheint die persönliche Erfahrung als solche die Gewichtung quantitativer Methoden bei der Investitionsentscheidung nicht unbedingt stark zu beeinflussen.

b. Bedeutung, die nicht quantitativen Faktoren bei der Investitionsentscheidung beigemessen wird:

Für die Untersuchung dieser Hypothese dient das reflektive Konstrukt ‚Betonung persönlicher Erfahrung und weicher Faktoren gegenüber quantitativen Methoden‘, dessen Indikatoren aus Aussagen bestehen, die eine höhere Bedeutung persönlicher Erfahrung/ Dealerfahrung, bzw. nicht quantitativer Größen im Zuge des Entscheidungsprozesses über die Transaktion bestätigen. Die Gütebewertung des Konstrukts hat bereits die Erfüllung aller notwendiger Kriterien gezeigt, mit der Einschränkung im minimalen Verfehlen der Indikatorreliabilität durch die Aussage, dass die Investitionsentscheidung von der quantitativen Grundlage losgelöst gefällt wird (Ladung von $0,678$). Im Kontext der Wirkung dieser latenten Variablen auf die Gewichtung quantitativer Methoden bei der Investitionsentscheidung zeigt sich ein starker Pfadkoeffizient von $-0,449$ bei sehr hoher Signifikanz (p-Wert von $0,000$) und einer Effektstärke im ‚mittleren‘ Bereich von $0,245$. Die Hypothese, dass Entscheider, die nicht quantitative Faktoren verstärkt betonen, den quantitativen Methoden bei der Investitionsentscheidung ein entsprechend niedrigeres Gewicht beimessen, ist damit eindeutig nicht abzulehnen. Die leichte Einschränkung bei der Interpretation des Indikators mit einer Ladung leicht unterhalb der Mindestanforderung lässt den Schluss zu, dass die darin formulierte Aussage mit der Loslösung der Investitionsentscheidung von der quantitativen Grundlage doch zu weit ginge. Auch wenn weiche Fakto-

ren eine höhere Bedeutung als quantitative Methoden haben sollten, bleibt die Investitionsentscheidung immer noch eine an Zahlen orientierte Übung.

c. Betonung von äußeren Limitationen für den Einsatz statistischer Methoden/ ‚analytical laziness‘ (z.B. fehlende Kenntnisse, fehlende Ressourcen, Kosten- und Zeitaufwand):

Die Betonung äußerer Limitationen für den Einsatz statistischer Methoden hat einen Pfadkoeffizienten von 0,11 und erfüllt lediglich die weniger strenge Mindestanforderung, diese dafür bei einem einseitigen Signifikanzniveau von 0,05 (p-Wert von 0,025). Diese Wirkung schwächt sich durch die zusätzliche Mediation über die Äußerung einer Ablehnung eines verstärkten Einsatzes quantitativer Methoden bei der Investitionsentscheidung etwas ab, wodurch der Gesamteffekt der latenten Variablen bei nur 0,090 liegt und das Signifikanzniveau von 0,05 bei einem p-Wert von 0,052 leicht verfehlt wird. Die Effektstärke beträgt 0,017 und verpasst damit den untersten Grenzwert von 0,02 nur knapp. Aufgrund der bestehenden Signifikanz der direkten Wirkung des Konstrukts auf die abhängige Variable ist die Hypothese unter einschränkendem Verweis auf den Umfang der Wirkung nicht abzulehnen. Auch hier verwundert der niedrige Effekt nur wenig: In der Praxis sieht man sich in der Anwendung statistischer Methoden immer wieder Limitationen ausgesetzt, sei dies aus Gründen der Zeit, der Kosten, der Ressourcen oder aus mangelndem Methodenwissen. Dies kann zu einem gewissen Grad als ‚analytical laziness‘ wie in Abschnitt 4.2.2 beschrieben interpretiert werden. Natürlich führt dies dazu, dass andere Größen wie Expertenwissen dann oftmals eine höhere Gewichtung bekommen. Dennoch werden sich diese äußeren Limitationen nicht 1:1 in einer reduzierten Gewichtung quantitativer Methoden niederschlagen. Wie die Befragung gezeigt hat, stellen statistische Methoden nicht den Schwerpunkt der quantitativen Arbeit im Zuge einer Private Equity Transaktion dar und auch einige weiche Faktoren oder auf dem Weg einer Experteneinschätzung erhaltene Angaben werden am Ende quantitativ verarbeitet.

d. Geäußerter Ablehnung eines verstärkten Einsatzes quantitativer Methoden:

Das Konstrukt ‚Ablehnung eines verstärkten Einsatzes quantitativer Methoden‘ erfüllt alle Gütekriterien für reflektive Konstrukte. Der direkte Pfadkoeffizient liegt mit $-0,071$ unterhalb der betragsmäßigen Mindestanforderung und erfüllt das reduzierte Signifikanzniveau von $0,10$ (p -Wert von $0,094$). In Verbindung mit einer sehr niedrigen Effektstärke von $0,009$ ist diese Hypothese abzulehnen. Damit ist die Gewichtung quantitativer Methoden eher nicht abhängig davon, ob der Entscheider einen verstärkten Einsatz ebendieser aufgrund zu hoher Kosten, unnötiger Komplexität oder unnötig hoher Ressourcenbindung ablehnt oder nicht. Vielmehr zeigt sich, dass der Aufwand in den Einsatz quantitativer Methoden einem Effizienzgedanken zu folgen scheint, sprich, es wird so viel Aufwand investiert, wie es im Sinne der Kosten/ Nutzen-Betrachtung als sinnvoll erachtet wird.

Nebenhypothesen

Hypothese VIII.3: Die Bedeutung PE-relevanter technischer Kenntnisse (Finanzierung, Unternehmensbewertung, Rechnungslegung, VWL, Microsoft Office Paket) hängt negativ von der persönlichen Erfahrung (Berufsjahre insgesamt, Berufsjahre im Private Equity, Seniorität/ Position, Anzahl durchgeführter Due Diligences) ab:

Der Pfadkoeffizient beträgt $-0,178$ bei einer einseitigen Signifikanz von $0,05$ (p -Wert von $0,012$) und einer Effektstärke von $0,033$ (‚schwache Effektstärke‘). Das Bestimmtheitsmaß in der erklärten latenten Variable zur Bedeutung PE-relevanter technischer Kenntnisse als Erfolgsfaktor beträgt jedoch nur $0,032$, wenngleich bei Erfüllung eines einseitigen Signifikanzniveaus von $0,1$ (p -Wert von $0,093$) und einer schwach positiven Prognoserelevanz von $0,014$. Bei reinem Blick auf den Pfadkoeffizienten, die Effektstärke und die Prognoserelevanz wäre die Hypothese mit kleiner Einschränkung nicht abzulehnen. Allerdings zeigt das sehr niedrige Bestimmtheitsmaß, dass die persönliche Erfahrung bestenfalls eine sehr kleine Rolle bei der Erklärung spielt. Gerade dieser Umstand empfiehlt daher, die Hypothese an dieser Stelle eher abzulehnen, selbst wenn die zunehmende Erfahrung eines Entscheiders und auch das damit zunehmende Netzwerk um an gute Investitionsobjekte zu gelangen, schon eine gewisse Loslösung von technischen Erfolgsfaktoren suggeriert. Die de-

skriptive Auswertung hat bereits gezeigt, dass einige der unter dieser latenten Variablen zusammengefassten Indikatoren insgesamt einen hohen Stellenwert als Erfolgsfaktor für die Arbeit im Private Equity genießen, was also auch entsprechende Antworten seitens der erfahrenen Befragungsteilnehmer erfordert.

Hypothese VIII.4: Die Bedeutung, die quantitativen Methoden beigemessen wird, hängt negativ von der persönlichen Erfahrung ab (Berufsjahre insgesamt, Berufsjahre im Private Equity, Seniorität/ Position, Anzahl durchgeführter Due Diligences) ab:

Diese Hypothese ist entlang aller Gütekriterien abzulehnen. Der Pfadkoeffizient ist zwar negativ, jedoch in schwachem Umfang und ohne Signifikanz. Ebenso fallen Effektstärke (0,003), Bestimmtheitsmaß für die Erklärung des abhängigen Konstrukts (0,003 bei keiner Signifikanz für das Teilmodell) unterhalb ihrer geforderten Mindestwerte aus und die Prognoserelevanz zeigt sogar einen negativen Wert. Damit spielt die persönliche Erfahrung keine Rolle dabei, welche Bedeutung quantitativen Methoden bei der Investitionsentscheidung beigemessen wird.

Hypothese VIII.5: Die Bedeutung, die nicht quantitativen Faktoren beigemessen wird, hängt positiv von der persönlichen Erfahrung ab (Berufsjahre insgesamt, Berufsjahre im Private Equity, Seniorität/ Position, Anzahl durchgeführter Due Diligences) ab:

Der zu dieser Hypothese zugehörige Pfadkoeffizient fällt zwar positiv aus, jedoch mit 0,079 unterhalb der Grenze des schwächeren Kriteriums und bei knappem Verfehlen des Signifikanzniveaus von 0,10 (p -Wert 0,120). Auch die übrigen Gütekriterien sind nicht erfüllt. So fällt das Bestimmtheitsmaß mit 0,006 und ohne Signifikanz für das Teilmodell dürftig aus und auch Effektstärke (0,006) sowie Prognoserelevanz (0,000) lassen nur ein Ablehnen dieser Hypothese zu. Bei der Interpretation ist hier jedoch Vorsicht geboten. Die Schlussfolgerung, nach der die persönliche Erfahrung der Teilnehmer als solche nicht zu einer höheren Bedeutung von persönlicher Erfahrung und weichen Faktoren führt, würde dem Umstand nicht gerecht werden, dass jüngere Mitglieder der Private Equity Branche trotz ihrer geringeren persönlichen Erfahrung genauso angeben, dass diese eine entsprechend hohe Bedeutung bei der Investitionsentscheidung hat. Nicht ohne Grund wurde in der deskriptiven Auswertung

schon deutlich, dass Dealerfahrung in nahezu allen Fällen eine wichtige bzw. sehr wichtige Stellung für den Erfolg im Private Equity beigemessen bekommt.

Hypothese VIII.6: Der Einsatz mathematisch/ statistischer Methoden hängt positiv vom Einsatz von Bewertungsverfahren ab:

Der Pfadkoeffizient von der Häufigkeit des Einsatzes von Bewertungsverfahren hin zur Häufigkeit des Einsatzes statistischer Methoden zeigt eine stark positive Ausprägung von 0,663 bei sehr hoher Signifikanz (p-Wert von 0,000). Dementsprechend fällt die Effektstärke mit 0,784 ‚groß‘ aus und das Bestimmtheitsmaß mit 0,44 liegt im ‚mittelguten‘ Bereich bei einer ebenfalls sehr hohen Signifikanz des Teilmodells (p-Wert von 0,000). Zuletzt zeigt auch der Blick auf die Prognoserelevanz mit 0,272 einen deutlich positiven Wert. Der hier postulierte Zusammenhang ist folgerichtig nicht abzulehnen. Für die Interpretation dieses Ergebnisses ist noch einmal auf die signifikanten Variablen im formativen Konstrukt zum Einsatz von Bewertungsverfahren zu verweisen, welche die quantitativ komplexeren Bewertungsverfahren (Optionsbewertungsverfahren, LBO-Modelle und DCF-Verfahren) umfassen. Folgerichtig finden statistische Methoden in einem Umfeld, das sich in seiner Vorgehensweise auf komplexere Bewertungsverfahren stützt, ebenfalls einen häufigeren Einsatz, in einigen Fällen, insbesondere bei Optionsbewertungsverfahren, gehen statistische Verfahren mit dem Bewertungsverfahren direkt einher, da mit diesen die eingehende Datengrundlage hergestellt werden kann.

Hypothese VIII.7: Die Ablehnung eines verstärkten Einsatzes quantitativer Methoden hängt positiv von der Betonung äußerer Limitationen für den Einsatz statistischer Methoden (z.B. fehlende Kenntnisse, fehlende Ressourcen, Kosten- und Zeitaufwand) ab:

Mit Ausnahme der Höhe des Bestimmtheitsmaßes (0,082) sind bei der Untersuchung dieses Zusammenhangs alle Gütekriterien erfüllt. Der Pfadkoeffizient beträgt 0,286 bei einer sehr hohen Signifikanz (p-Wert von 0,000) und damit oberhalb des strengeren Kriteriums von 0,2. Die Effektstärke liegt mit 0,089 deutlich innerhalb des Intervalls für eine ‚schwache‘ Effektstärke und die Prognoserelevanz liegt immerhin im positiven Bereich bei 0,046. Auch das Teilmodell als solches erfüllt das Signifi-

kanzniveau von 0,05 (p-Wert von 0,012). Die Hypothese ist mit dem einschränken- den Verweis auf den geringen erklärten Anteil der Streuung in der abhängigen laten- ten Variablen nicht abzulehnen, auch wenn damit nicht der Haupttreiber für geäußer- te Ablehnung eines verstärkten Einsatzes quantitativer Methoden bei der Investiti- onsentscheidung identifiziert wurde und es dazu andere größere Treiber geben mag.

Die Ergebnisse des inneren Modells sind in Abbildung 53 zusammenfassend darge- stellt, wobei folgende Ergebnisse der PLS-Berechnung angegeben werden:

- Pfadkoeffizienten inklusive t-Wert und einseitigem Signifikanztest aus dem Bootstrapping
- Gesamteffekte der Konstrukte auf die Zielgröße, sofern nicht nur eine direkte Wirkungsbeziehung auf die Zielvariable vorhanden ist
- Bestimmtheitsmaße (R^2) inklusive Signifikanztest aus dem Bootstrapping
- Prognoserelevanz (Q^2)

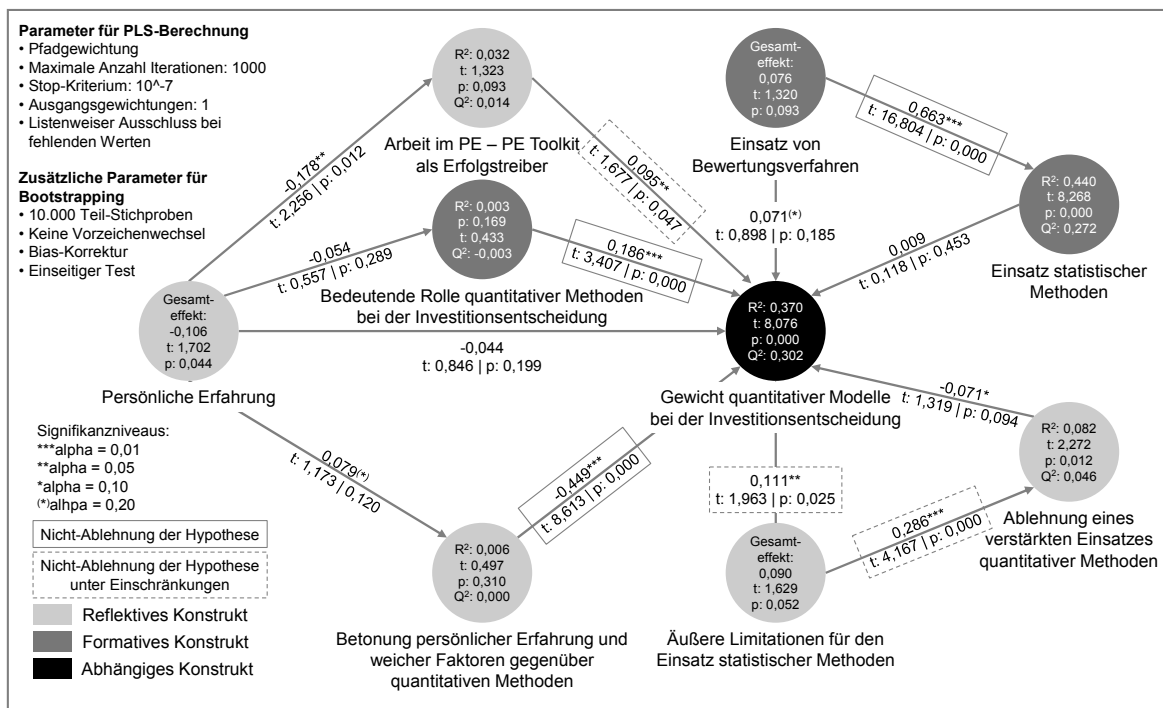


Abbildung 53: Strukturgleichungsmodell I – Ergebnisse der Untersuchung der Treiber für die Gewichtung quantitativer Methoden.¹²⁴⁵

¹²⁴⁵ Eigene Darstellung basierend auf SmartPLS-Ausgabe.

5.4.3.3.5.2 Einsatz & Rolle quantitativer Methoden als Erfolgstreiber für Private Equity Gesellschaften (relative Fund Performance)

Die in Abschnitt 5.1 aufgestellten Hypothesen zu Fragestellung IX¹²⁴⁶ werden in Strukturgleichungsmodell I untersucht, welches in Abbildung 54 dargestellt ist. Auf den dort abgebildeten Pfaden finden sich die jeweils zugehörigen Hypothesen sowie deren postulierte Wirkungsrichtung. Auch führt die Darstellung auf, welche latenten Variablen ein formatives bzw. ein reflektives Konstrukt aufweisen –die abhängige Variable (in schwarz) hat ein reflektives Konstrukt. Aufgrund der Darstellungskomplexität sind die einzelnen Konstrukte ausgeblendet, diese wurden dafür bereits in Abschnitt 5.4.3.2.2.3 aufgeführt. Als zusätzliches Konstrukt wurde die in Strukturgleichungsmodell I behandelte Zielvariable ‚Gewicht quantitativer Methoden bei der Investitionsentscheidung‘ als formatives Konstrukt hinzugenommen.

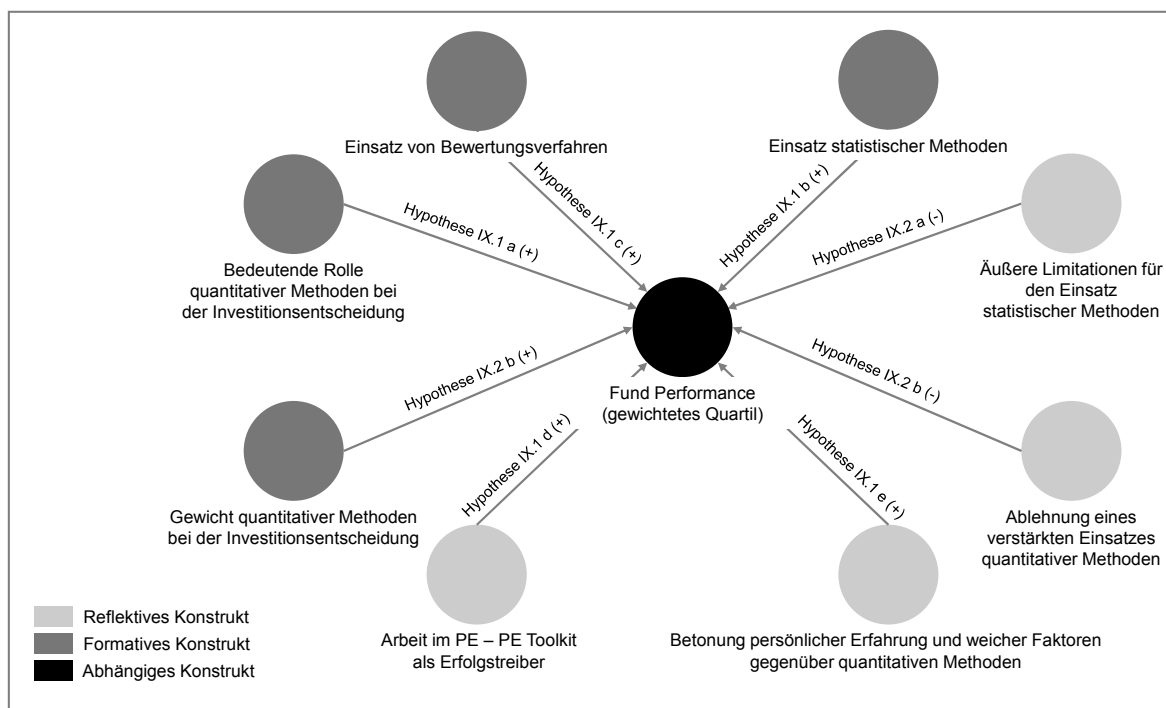


Abbildung 54: Strukturgleichungsmodell II – Modellaufbau und Hypothesen zur Untersuchung des Zusammenhangs zwischen Einsatz und Rolle quantitativer Methoden und Fund Performance (gewichtetes Quartil).¹²⁴⁷

¹²⁴⁶ **Fragestellung IX:** Gibt es einen Zusammenhang zwischen quantitativer Arbeit, deren Bedeutung und dem wirtschaftlichen Erfolg einer Private Equity Gesellschaft.

¹²⁴⁷ Eigene Darstellung.

Das hier aufgestellte Modell ist aufgrund des Erfüllungsgrades der Gütekriterien für die verschiedenen Konstrukte zu hinterfragen und entsprechend anzupassen. Insofern wird das Prüfschema der Gütekriterien in diesem Abschnitt verkürzt aufgeführt. Anschließend erfolgt die ausführliche Beschreibung des überarbeiteten Modells.

Güte der formativen Konstrukte

Das Modell hat vier formative Konstrukte, deren Gütebewertung in Tabelle 29 zusammengefasst sind. Hier zeigt sich, dass nur wenige der Indikatoren überhaupt eine Signifikanz aufweisen, im Konstrukt ‚Einsatz statistischer Methoden‘ weist keine der Variablen eine Signifikanz auf. Das Kriterium zum Varianzinflationsfaktor ist durchgehend erfüllt. Die Ergebnisse legen die Eliminierung des Konstrukts ‚Einsatz statistischer Methoden‘ nahe.

Latente Variable	Items	Äußere Gewichte	t-Wert	p-Wert (zweiseitige Signifikanz)	VIF	Bewertung
Bedeutende Rolle quantitativer Methoden bei der Investitionsentscheidung	Zweck/ Rolle quantitativer Methoden - Entscheidungsunterstützung	0,263	0,736	0,462	1,605	Keine Signifikanz
	Zweck/ Rolle quantitativer Methoden - Informationsumsetzung in entscheidungsrelevante Zahlen	-0,326	0,788	0,431	2,054	Keine Signifikanz
	Zweck/ Rolle quantitativer Methoden - Risikoeinschätzung	-0,171	0,526	0,599	1,488	Keine Signifikanz
	Zweck/ Rolle quantitativer Methoden - Sensitivitäten	0,364	0,905	0,366	1,990	Keine Signifikanz
	Zweck/ Rolle quantitativer Methoden - zentrale Entscheidungsgrundlage	0,847	2,246	0,025	1,568	Signifikant bei alpha = 0,05
	Einsatz statistischer Methoden - Nicht-lineare Optimierungsverfahren	0,551	0,833	0,405	2,189	Keine Signifikanz
Einsatz statistischer Methoden	Einsatz statistischer Methoden - Simulationsverfahren	-0,812	1,269	0,205	1,339	Keine Signifikanz
	Einsatz statistischer Methoden - einfache Verfahren	0,193	0,340	0,734	1,682	Keine Signifikanz
	Einsatz statistischer Methoden - komplexe Verfahren	0,487	0,636	0,525	2,969	Keine Signifikanz
	Einsatz Bewertungsverfahren - CAPM	-0,371	1,002	0,316	1,987	Keine Signifikanz
	Einsatz Bewertungsverfahren - DCF-Methoden	0,824	1,610	0,107	1,619	Schwache Signifikanz bei knapper Verfehlung von alpha = 0,10
	Einsatz Bewertungsverfahren - Ertragswert-Verfahren	-0,034	0,144	0,886	1,179	Keine Signifikanz
Einsatz von Bewertungsverfahren	Einsatz Bewertungsverfahren - LBO-Modell	-0,383	1,047	0,295	1,368	Keine Signifikanz
	Einsatz Bewertungsverfahren - Multiples (Markt)	0,306	0,796	0,426	2,386	Keine Signifikanz
	Einsatz Bewertungsverfahren - Multiples (Transaktionen)	-0,231	0,603	0,547	2,161	Keine Signifikanz
	Einsatz Bewertungsverfahren - Optionsbewertungsverfahren	0,139	0,494	0,621	1,720	Keine Signifikanz
	Einsatz Bewertungsverfahren - Rendite (z.B. IRR)	0,510	1,501	0,133	1,228	Schwache Signifikanz bei alpha = 0,20
	Einsatz Bewertungsverfahren - Substanzwert/ Liquidationswert	-0,367	1,013	0,311	1,618	Keine Signifikanz
	Einsatz Bewertungsverfahren - Sum of Parts/ Zerschlagungswerte	0,195	0,936	0,103	1,373	Schwache Signifikanz bei knapper Verfehlung von alpha = 0,10
	Investitionsentscheidung - Gewicht quantitativer Methoden	1,000	---	---	1,000	Inhaltliches Sonderkonstrukt zur weiteren Verwendung
	Gewicht quantitativer Methoden					

Tabelle 29: Gütebewertung der formativen Messmodelle in Strukturgleichungsmodell II.¹²⁴⁸

¹²⁴⁸ Eigene Darstellung basierend auf SmartPLS-Ausgabe.

Güte der reflektiven Konstrukte

Die Gütebewertung der vier reflektiven Modelle ist in Tabelle 30 zusammengefasst. Hier verfehlen einige Indikatoren das Kriterium der Indikatorreliabilität, insbesondere im latenten Konstrukt ‚Ablehnung eines verstärkten Einsatzes quantitativer Methoden‘, dessen Indikatoren eine Ladung von -0,307 bis maximal 0,674 aufweisen. Aus diesem Grund wird das Konstrukt aus der weiteren Analyse und Interpretation entfernt. Die übrigen Konstrukte erfüllen mit kleineren Einschränkungen die notwendigen Gütekriterien, weshalb sie im aktualisierten Modell zunächst erhalten bleiben sollen.

Latente Variable	Items	Indikatorreliabilität (äußere Ladungen)	Konstruktreliaibilität (Composite Reliability)	Durchschnittlich erfasste Varianz (DEV)	Diskriminanzvalidität (Fornell-Larcker-Kriterium)	Kreuzladungen	Cronbachs Alpha	Bewertung
Betonung persönlicher Erfahrung und weicher Faktoren gegenüber quantitativen Methoden	Abschließende Bewertung - Für gute Investitionsentscheidung ist persönliche Erfahrung wichtiger als das Ergebnis quantitativer Modelle	0,498	0,810	0,526	0,725 > -0,425 (größte Korrelation mit anderen Konstrukten)	0,498 > -0,411	0,817	Kriterien nicht erfüllt
	Abschließende Bewertung - Die Investitionsentscheidung wird grundsätzlich mehr auf Basis persönlicher Erfahrung/ Dealerfahrung als auf quantitativen Modellen gefällt	0,728				0,728 > -0,333		Kriterien erfüllt
	Abschließende Bewertung - Die Investitionsentscheidung ist meist von quantitativer Grundlage losgelöst	0,731				0,731 > -0,209		Kriterien erfüllt
	Abschließende Bewertung - Die Investitionsentscheidung wird zu einem großem Teil von nicht quantitativen Größen bestimmt	0,890				0,89 > -0,489		Kriterien erfüllt
	Abschließende Bewertung - umnötige Komplexität durch verstärkten Einsatz quantitativer Methoden	0,674				0,674 > 0,231		Kriterien nicht erfüllt
Ablehnung eines verstärkten Einsatzes quantitativer Methoden	Abschließende Bewertung - unnötig hohe Kosten durch verstärkten Einsatz quantitativer Methoden	-0,307	0,211	0,240	0,490 > -0,335 (größte Korrelation mit anderen Konstrukten)	-0,307 < -0,384	0,834	Kriterien nicht erfüllt
	Abschließende Bewertung - unnötig viele Ressourcen durch verstärkten Einsatz quantitativer Methoden	0,415				0,415 > 0,231		Kriterien nicht erfüllt
	Begrenzter Einsatz statistischer Methoden - fehlende Kenntnisse	0,602				0,602 > -0,201		Kriterien eingeschränkt erfüllt
Äußere Limitationen fuer den Einsatz statistischer Methoden	Begrenzter Einsatz statistischer Methoden - fehlende Ressourcen	0,830	0,864	0,564	0,751 > -0,335 (größte Korrelation mit anderen Konstrukten)	0,83 > -0,278	0,821	Kriterien erfüllt
	Begrenzter Einsatz statistischer Methoden - fehlende Softwarekenntnisse	0,660				0,66 > -0,275		Kriterien eingeschränkt erfüllt
	Begrenzter Einsatz statistischer Methoden - zu hohe Kosten	0,733				0,733 > -0,333		Kriterien erfüllt
	Begrenzter Einsatz statistischer Methoden - zu hoher Zeitaufwand	0,892				0,892 > -0,291		Kriterien erfüllt
	PE-Erfolgsfaktoren - Finanzierungskenntnisse	0,742				0,742 > 0,314		Kriterien erfüllt
	PE-Erfolgsfaktoren - Kenntnisse in MS Office	0,741				0,741 > 0,186		Kriterien erfüllt
	PE-Erfolgsfaktoren - Kenntnisse über Rechnungslegung	0,663				0,663 > 0,287		Kriterien eingeschränkt erfüllt
Arbeit im PE - PE-Toolkit als Erfolgstreiber	PE-Erfolgsfaktoren - Kenntnisse über Unternehmensbewertung	0,561	0,834	0,504	0,710 > 0,297 (größte Korrelation mit anderen Konstrukten)	0,561 > 0,241	0,829	Kriterien eingeschränkt erfüllt
	PE-Erfolgsfaktoren - VWL Kenntnisse	0,817				0,817 > 0,222		Kriterien erfüllt

Tabelle 30: Gütebewertung der reflektiven Messmodelle in Strukturgleichungsmodell II. 1249

1249 Eigene Darstellung basierend auf SmartPLS-Ausgabe.

Güte des Strukturgleichungsmodells

Tabelle 31 zeigt die Ergebnisse für die Gütebeurteilung des aufgestellten Strukturgleichungsmodells II. Das Bestimmtheitsmaß liegt mit 0,312 im ‚mittelguten‘ Bereich liegt und weist eine sehr hohe Signifikanz auf (p-Wert von 0,000), was vor allem im Kontext der Performance-Untersuchungen ein wirklich guter Wert ist. Dennoch fällt die Prognoserelevanz des Modells mit -0,077 negativ aus, was sich durch die aufgedeckten Einschränkungen bei einigen der reflektiven Konstrukte kenntlich macht.

Hypothesenblock	Hypothese	Pathkoeffizienten	t-Wert des Pathkoeffizienten (Bootstrapping - 10.000)	Einseitige Signifikanz für Pathkoeffizienten (p-Wert)	Effektstärke	Bestimmtheitsmaß (R ²)	Signifikanz für Bestimmtheitsmaß (p-Wert)	Prognoserelevanz (Q ²)	Ergebnis
Hypothese IX.1: Es besteht ein positiver Zusammenhang zwischen folgenden Faktoren und dem Erfolg einer Private Equity Gesellschaft und...	a. Bedeutung, die quantitativen Methoden beigemessen wird	0,247	2,118	0,017	0,067 (schwach)	0,312	0,000	-0,077	Modell-anpassung notwendig
	b. Häufigkeit des Einsatzes von statistischen Methoden	-0,054	0,426	0,335	0,004				
	c. Häufigkeit des Einsatzes von Bewertungsverfahren	0,353	1,125	0,130	0,162 (mittel)				
	d. Bedeutung, die PE-relevanten technischen Kenntnissen (Finanzierung, Unternehmensbewertung, Rechnungslegung, VWL, Microsoft Office Paket) beigemessen wird	0,001	0,010	0,496	0,000				
	e. Bedeutung, die nicht quantitativen Faktoren bei der Investitionsentscheidung beigemessen wird	0,207	1,305	0,096	0,046 (schwach)				
	f. Gewicht quantitativer Methoden bei der Investitionsentscheidung	0,026	0,314	0,377	0,001				
Hypothese IX.2: Es besteht ein negativer Zusammenhang zwischen folgenden Faktoren und dem Erfolg einer Private Equity Gesellschaft und...	a. Betonung von äußeren Limitationen für den Einsatz statistischer Methoden/ 'analytical laziness' (z.B. fehlende Kenntnisse, fehlende Ressourcen, Kosten- und Zeitaufwand)	-0,109	1,023	0,153	0,013	0,312	0,000	-0,077	Modell-anpassung notwendig
	b. Geäußerte Ablehnung eines verstärkten Einsatzes quantitativer Methoden	0,021	0,200	0,421	0,001				

Tabelle 31: Gütebewertung des Strukturmodells von Strukturgleichungsmodell II. ¹²⁵⁰

¹²⁵⁰ Eigene Darstellung basierend auf SmartPLS-Ausgabe.

Dennoch erfüllen einzelne Pfadkoeffizienten die Gütekriterien ganz oder zumindest teilweise, was eine weitere Betrachtung der vorliegenden Performance-Untersuchung in einem angepassten Modell rechtfertigt. Die Anpassung des vorliegenden Modells erfolgt konservativ, also werden nur die latenten Variablen entfernt, die bei der Güteuntersuchung komplett durchgefallen sind.¹²⁵¹

- Anpassung bei formativen Konstrukten: Entfernung des Konstrukts ‚Einsatz statistischer Methoden‘
- Anpassung bei reflektiven Konstrukten: Entfernung des Konstrukts ‚Ablehnung eines verstärkten Einsatzes quantitativer Methoden‘

Zur besseren Lesbarkeit sind die Ergebnisse des inneren Modells von Strukturgleichungsmodell II in Abbildung 55 zusammengefasst.

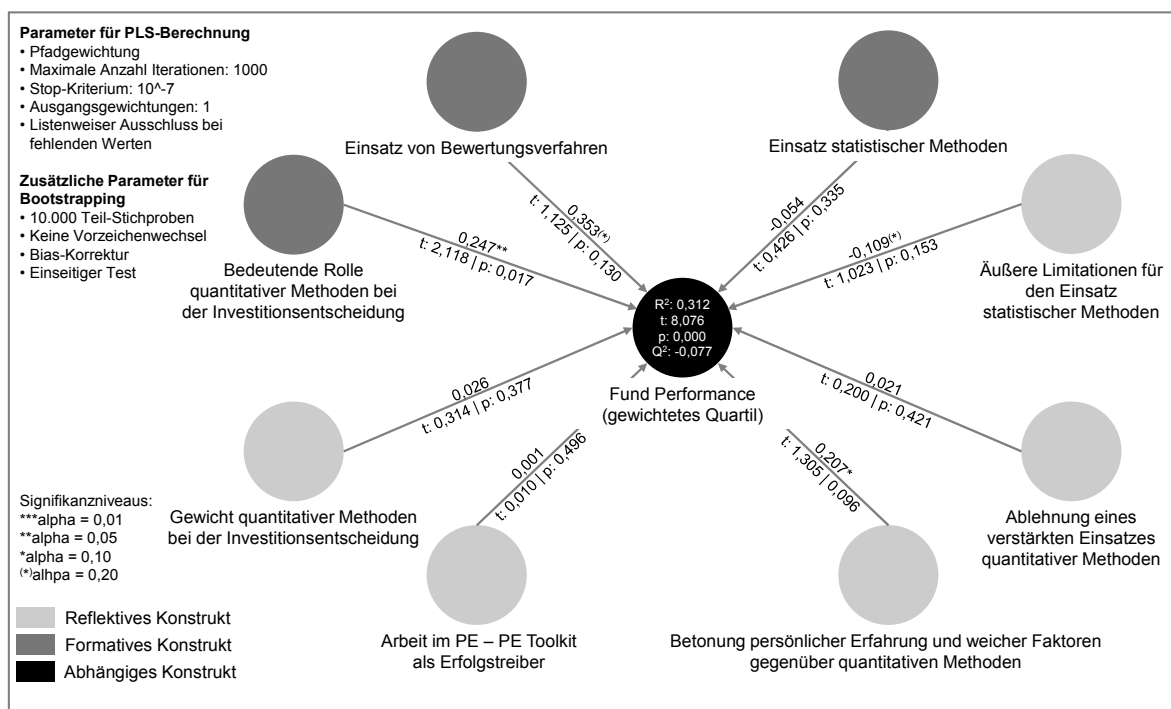


Abbildung 55: Strukturgleichungsmodell II – Ergebnisse der Untersuchung des Zusammenhangs zwischen Einsatz und Rolle quantitativer Methoden und Fund Performance (gewichtetes Quartil).¹²⁵²

¹²⁵¹ Die zugehörigen Hypothesen sind damit abzulehnen, hierauf wird im späteren Verlauf noch einmal dezidiert eingegangen.

¹²⁵² Eigene Darstellung basierend auf SmartPLS-Ausgabe.

Alle weiteren Konstrukte und Indikatoren bleiben aufgrund der inhaltlichen Vorüberlegungen zu dem Modell erst einmal erhalten –weitere Anpassungen erfolgen nur, wenn die entsprechenden Gütekriterien im neuen Modell dies erfordern. In der Kurzüberprüfung ergab sich nach Entfernung der soeben genannten Konstrukte, dass die Indikatoren in der latenten Variable ‚Arbeit im PE – PE Toolkit als Erfolgstreiber mit einer Ausnahme die Anforderung an die äußere Ladung nicht erfüllen (siehe Tabelle 32): In Folge seiner niedrigen Ladung von 0,361¹²⁵³ empfiehlt es sich, den Indikator ‚PE-Erfolgsfaktoren - Kenntnisse über Unternehmensbewertung‘ aus dem Konstrukt zu entfernen.

Latente Variable	Items	Indikatorreliabilität (äußere Ladungen)	Konstruktreliaibilität (Composite Reliability)	Durchschnittlich erfasste Varianz (DEV)	Diskriminanzvalidität (Fornell-Larcker-Kriterium)	Kreuzladungen	Cronbachs Alpha	Bewertung
Arbeit im PE - PE-Toolkit als Erfolgstreiber	PE-Erfolgsfaktoren - Finanzierungskenntnisse	0,615	0,749	0,391	0,626 > 0,233 (größte Korrelation mit anderen Konstrukten)	0,615 > 0,266	0,824	Indikator erhalten
	PE-Erfolgsfaktoren - Kenntnisse in MS Office	0,612				0,612 > 0,158		Indikator erhalten
	PE-Erfolgsfaktoren - Kenntnisse über Rechnungslegung	0,540				0,54 > 0,274		Indikator erhalten
	PE-Erfolgsfaktoren - Kenntnisse über Unternehmensbewertung	0,361				0,361 > 0,266		Indikator entfernen
	PE-Erfolgsfaktoren - VWL Kenntnisse	0,884				0,884 > 0,234		Indikator erhalten

Tabelle 32: Gütekriterien der latenten Variablen ‚Arbeit im PE – PE-Toolkit als Erfolgstreiber‘ (Zwischenuntersuchung).¹²⁵⁴

Angepasstes Strukturgleichungsmodell

Das angepasste Strukturgleichungsmodell ist in Abbildung 56 dargestellt und es zeigt auch die Änderungen gegenüber der ursprünglichen Modellformulierung auf.

¹²⁵³ Wie in Abschnitt 5.4.3.3.2 erwähnt, sollten Indikatoren mit einer Ladung unterhalb von 0,4 aus dem Konstrukt entfernt werden.

¹²⁵⁴ Eigene Darstellung basierend auf SmartPLS-Ausgabe.

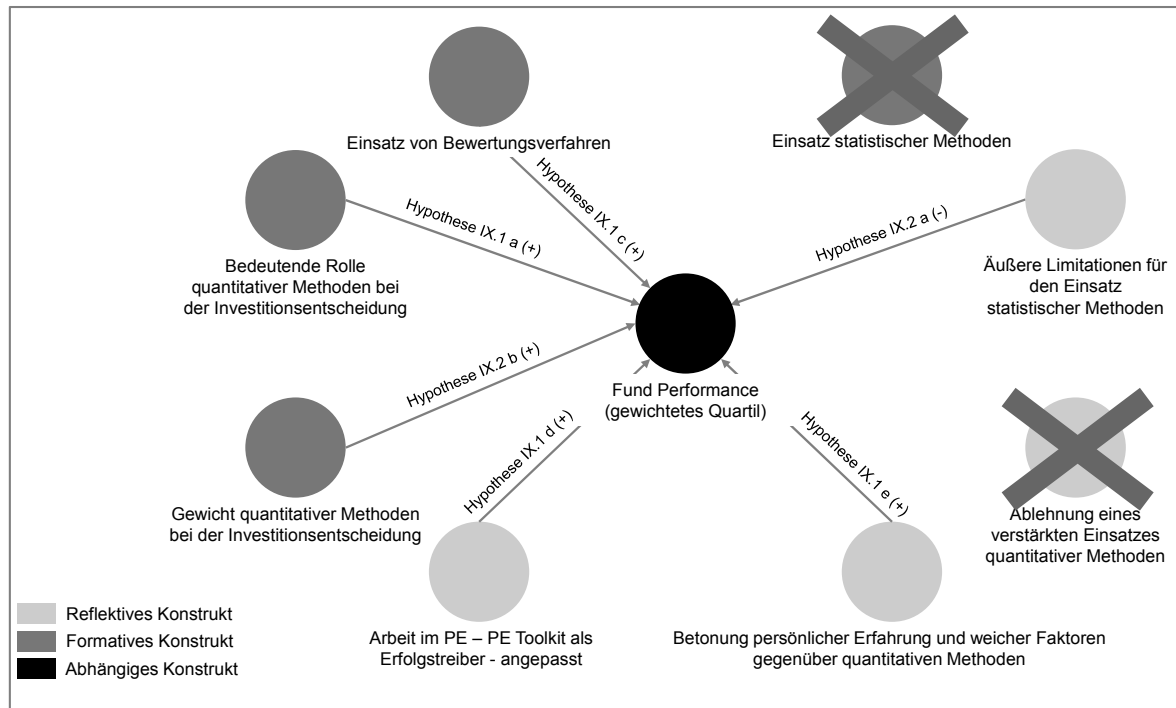


Abbildung 56: Angepasstes Strukturgleichungsmodell IIa – Modellaufbau und Hypothesen zur Untersuchung des Zusammenhangs zwischen Einsatz und Rolle quantitativer Methoden und Fund Performance (gewichtetes Quartil).

Gütebewertung der formativen Konstrukte

Das angepasste Strukturgleichungsmodell IIa hat nun drei formative Konstrukte, wobei das Gewicht quantitativer Methoden aufgrund des Vorhandenseins nur eines Indikators nicht als eigentliches Konstrukt, sondern vielmehr als direkte erklärende Variable zu betrachten ist. Das Konstrukt ‚Bedeutende Rolle quantitativer Methoden bei der Investitionsentscheidung‘ weist einen signifikanten Indikator (zweiseitiger p-Wert 0,020) auf, der die Rolle quantitativer Methoden als ‚zentrale Entscheidungsgrundlage‘ beschreibt. Neben der hohen Signifikanz übt dieser mit 0,895 auch ein starkes Gewicht auf das Konstrukt aus. Im Konstrukt ‚Einsatz von Bewertungsverfahren‘ haben die Indikatoren unterschiedlich gerichtete Gewichte, wobei jedoch nur zwei, und das unter entsprechender Einschränkung, in die Betrachtung einbezogen werden könnten, nämlich der Einsatz von DFC-Methoden mit einem starken positiven Gewicht von 0,779 und einer abgeschwächten Signifikanz (zweiseitiger p-Wert von 0,123) und der Einsatz von Renditemodellierungen mit einem mittelstarken positiven Gewicht von 0,547 und einer ebenfalls schwachen Signifikanz (zweiseitiger p-Wert von 0,145). Die übrigen Indikatoren weisen keine Signifikanz auf. Das Kriterium

des Varianzinflationsfaktors ist für alle Variablen erfüllt. Tabelle 33 fasst die Gütekriterien für die formativen Konstrukte zusammen.

Latente Variable	Items	Äußere Gewichte	t-Wert	p-Wert (zweiseitige Signifikanz)	VIF	Bewertung
Bedeutende Rolle quantitativer Methoden bei der Investitionsentscheidung	Zweck/ Rolle quantitativer Methoden - Entscheidungsunterstützung	0,373	1,051	0,293	1,559	Keine Signifikanz
	Zweck/ Rolle quantitativer Methoden - Informationsumsetzung in entscheidungsrelevante Zahlen	-0,331	0,792	0,428	2,037	Keine Signifikanz
	Zweck/ Rolle quantitativer Methoden - Risikoeinschätzung	-0,188	0,593	0,553	1,449	Keine Signifikanz
	Zweck/ Rolle quantitativer Methoden - Sensitivitäten	0,210	0,534	0,593	1,933	Keine Signifikanz
	Zweck/ Rolle quantitativer Methoden - zentrale Entscheidungsgrundlage	0,895	2,333	0,020	1,598	Signifikant bei alpha = 0,05
	Einsatz Bewertungsverfahren - CAPM	-0,297	0,857	0,391	1,921	Keine Signifikanz
	Einsatz Bewertungsverfahren - DCF-Methoden	0,779	1,542	0,123	1,597	Schwache Signifikanz bei alpha = 0,20
	Einsatz Bewertungsverfahren - Ertragswert-Verfahren	-0,045	0,189	0,850	1,177	Keine Signifikanz
	Einsatz Bewertungsverfahren - LBO-Modell	-0,417	1,043	0,297	1,386	Keine Signifikanz
	Einsatz Bewertungsverfahren - Multiples (Markt)	0,357	0,848	0,397	2,402	Keine Signifikanz
Einsatz von Bewertungsverfahren	Einsatz Bewertungsverfahren - Multiples (Transaktionen)	-0,283	0,690	0,490	2,200	Keine Signifikanz
	Einsatz Bewertungsverfahren - Optionsbewertungsverfahren	0,026	0,095	0,924	1,659	Keine Signifikanz
	Einsatz Bewertungsverfahren - Rendite (z.B. IRR)	0,547	1,458	0,145	1,240	Schwache Signifikanz bei alpha = 0,20
	Einsatz Bewertungsverfahren - Substanzwert/ Liquidationswert	-0,282	0,830	0,407	1,584	Keine Signifikanz
	Einsatz Bewertungsverfahren - Sum of Parts/ Zerschlagungswerte	0,155	0,677	0,499	1,331	Keine Signifikanz
	Investitionsentscheidung - Gewicht quantitativer Methoden	1,000	---	---	1,000	---
	Gewicht quantitativer Methoden					

Tabelle 33: Gütebewertung der formativen Messmodelle in Strukturgleichungsmodell Ila.¹²⁵⁵

¹²⁵⁵ Eigene Darstellung basierend auf SmartPLS-Ausgabe.

Für die formativen Konstrukte in diesem Modell sind folgende Zwischenergebnisse festzuhalten, die im weiteren Verlauf zur ganzheitlichen Interpretation des Modells herangezogen werden:

- ‚Bedeutende Rolle quantitativer Methoden bei der Investitionsentscheidung‘:
 - Die sehr gewichtige Rolle als ‚zentrale Entscheidungsgrundlage‘ wirkt stark positiv und hoch signifikant auf das Konstrukt
- ‚Einsatz von Bewertungsverfahren‘
 - Der Einsatz von DCF-Methoden wirkt stark positiv auf das Konstrukt, jedoch bei abgeschwächter zweiseitiger Signifikanz ($\alpha = 0,20$)
 - Der Einsatz von Renditemodellierungen (z.B. IRR) wirkt mit mittlerer Stärke positiv auf das Konstrukt, jedoch bei abgeschwächter zweiseitiger Signifikanz ($\alpha = 0,20$)
- ‚Gewicht quantitativer Methoden‘:
 - Das Konstrukt ist aufgrund des reinen Bezugs auf einen Indikator als einfache Variable zu behandeln

Gütebewertung der reflektiven Konstrukte

Die Ergebnisse der Gütekriterien für die reflektiven Konstrukte finden sich in Tabelle 34, insgesamt sind die erforderlichen Gütekriterien für die Konstrukte als Ganzes (Konstruktreliabilität, Durchschnittlich erfasste Varianz, Diskriminanzvalidität und Cronbach's Alpha) durchgehend erfüllt. Die einzelnen Indikatoren erfüllen zwar alle die Diskriminanzvalidität über das Kriterium der Kreuzladungen, bei den äußeren Ladungen sind jedoch ein paar Ausnahmen festzuhalten, auch wenn nun kein Indikator mehr aus dem Modell zu entfernen ist, da sich keine äußere Ladung mehr unterhalb von 0,4 befindet.

Im Konstrukt ‚Betonung persönlicher Erfahrung und weicher Faktoren gegenüber quantitativen Modellen‘ erfüllen zwei Indikatoren alle Gütekriterien ohne Einschränkung, ein Indikator mit einer kleinen Einschränkung und ein Indikator verfehlt das Kriterium der äußeren Ladung von mindestens 0,7:

- ‚Abschließende Bewertung - Die Investitionsentscheidung wird grundsätzlich mehr auf Basis persönlicher Erfahrung/ Dealerfahrung als auf quantitativen Modellen gefällt‘ weist eine Ladung von 0,721 auf und kann ohne Einschränkungen für die Interpretation herangezogen werden
- ‚Abschließende Bewertung - Die Investitionsentscheidung wird zu einem großen Teil von nicht quantitativen Größen bestimmt‘ weist eine hohe Ladung von 0,909 auf und kann ebenfalls ohne Einschränkung für die Interpretation verwendet werden.
- Der Indikator ‚Abschließende Bewertung - Die Investitionsentscheidung ist meist von quantitativer Grundlage losgelöst‘ verfehlt mit einer Faktorladung von 0,695 nur knapp den Grenzwert von 0,7, und wird daher mit einer kleinen Einschränkung in der Interpretation weiter berücksichtigt
- Der Indikator ‚Abschließende Bewertung - Für gute Investitionsentscheidung ist persönliche Erfahrung wichtiger als das Ergebnis quantitativer Modelle wird aufgrund seiner niedrigen Ladung von 0,493 in der weiteren Interpretation nicht berücksichtigt

Die latente Variable ‚Äußere Limitationen für den Einsatz statistischer Methoden‘ hat in drei von fünf Fällen eine Indikatorladung oberhalb von 0,7. ‚Fehlende Ressourcen‘ mit einer Ladung von 0,837, ‚zu hohe Kosten‘ mit einer Ladung von 0,721 und ‚zu hoher Zeitaufwand‘ mit einer Ladung von 0,886. Knapp unterhalb des Grenzwerts befindet sich die Ladung für ‚fehlende Softwarekenntnisse‘ bei einem Wert von 0,694. Dieser Indikator wird mit Einschränkung weiter in die Interpretation mit einbezogen. Lediglich der Indikator ‚fehlende Kenntnisse‘ lädt mit 0,625 schon deutlicher unterhalb der vorgeschriebenen 0,7 und wird deshalb nicht weiter interpretiert.

Innerhalb des Konstrukts ‚Arbeit im PE - PE-Toolkit als Erfolgstreiber‘ erfüllt nur einer von vier Indikatoren (VWL-Kenntnisse) die Mindestladung mit einem Wert von 0,889, der Indikator ‚Finanzierungskenntnisse‘ verfehlt den Mindestwert mit 0,699 nur sehr knapp und wird deshalb auch mit minimaler Einschränkung in die weitere Interpretation mit einbezogen. ‚Kenntnisse in Microsoft Office‘ (Ladung von 0,660) und ‚Kennt-

nisse in Rechnungslegung' (Ladung von 0,631) erfüllen das Gütekriterium nicht und werden daher nicht Gegenstand der Interpretation sein.

Nachdem die Fund Performance nur über eine Größe (gewichtetes Quartil) gemessen wird, ist diese als Einzelvariable zu behandeln.

Latente Variable	Items	Indikatorreliabilität (äußere Ladungen)	Konstruktreliaibilität (Composite Reliability)	Durchschnittliche erfasste Varianz (DEV)	Diskriminanzvalidität (Fornell-Larcker-Kriterium)	Kreuzladungen	Cronbachs Alpha	Bewertung
Betonung persönlicher Erfahrung und welcher Faktoren gegenüber quantitativen Methoden	Abschließende Bewertung - Für gute Investitionsentscheidung ist persönliche Erfahrung wichtiger als das Ergebnis quantitativer Modelle	0,493	0,805	0,518	0,720 > -0,428 (größte Korrelation mit anderen Konstrukten)	0,493 > -0,391	0,813	Kriterien nicht erfüllt
	Abschließende Bewertung - Die Investitionsentscheidung wird grundsätzlich mehr auf Basis persönlicher Erfahrung/ Dealerfahrung als auf quantitativen Modellen gefällt	0,721				0,721 > -0,327		Kriterien erfüllt
	Abschließende Bewertung - Die Investitionsentscheidung ist meist von quantitativer Grundlage losgelöst	0,695				0,695 > -0,194		Kriterien 'quasi' erfüllt
	Abschließende Bewertung - Die Investitionsentscheidung wird zu einem großem Teil von nicht quantitativen Größen bestimmt	0,909				0,909 > -0,483		Kriterien erfüllt
Äußere Limitationen fuer den Einsatz statistischer Methoden	Begrenzter Einsatz statistischer Methoden - fehlende Kenntnisse	0,625	0,870	0,576	0,759 > -0,250 (größte Korrelation mit anderen Konstrukten)	0,625 > -0,199	0,825	Kriterien nicht erfüllt
	Begrenzter Einsatz statistischer Methoden - fehlende Ressourcen	0,837				0,837 > -0,246		Kriterien erfüllt
	Begrenzter Einsatz statistischer Methoden - fehlende Softwarekenntnisse	0,694				0,694 > -0,138		Kriterien 'quasi' erfüllt
	Begrenzter Einsatz statistischer Methoden - zu hohe Kosten	0,721				0,721 > -0,206		Kriterien erfüllt
	Begrenzter Einsatz statistischer Methoden - zu hoher Zeitaufwand	0,886				0,886 > -0,28		Kriterien erfüllt
	PE-Erfolgsfaktoren - Finanzierungskennnisse	0,699				0,814		0,528
PE-Erfolgsfaktoren - Kenntnisse in MS Office	0,660	0,660 > 0,158	Kriterien nicht erfüllt					
PE-Erfolgsfaktoren - Kenntnisse über Rechnungslegung	0,631	0,631 > 0,274	Kriterien nicht erfüllt					
Fund Performance (gewichtetes Quartil)	PE-Erfolgsfaktoren - VWL Kenntnisse Quartil - gewichtet	0,889 1,000	1,000	1,000		0,889 > 0,234 1 > 0,404	1,000	Kriterien erfüllt

Tabelle 34: Gütebewertung der reflektiven Messmodelle in Strukturgleichungsmodell Ila. ¹²⁵⁶

¹²⁵⁶ Eigene Darstellung basierend auf SmartPLS-Ausgabe.

Zusammenfassend werden folgende endogene Variablen für die weitere Interpretation berücksichtigt:

- Konstrukt ‚Betonung persönlicher Erfahrung und weicher Faktoren gegenüber quantitativen Methoden‘
 - ‚Abschließende Bewertung - Die Investitionsentscheidung wird grundsätzlich mehr auf Basis persönlicher Erfahrung/ Dealerfahrung als auf quantitativen Modellen gefällt‘
 - ‚Abschließende Bewertung - Die Investitionsentscheidung wird zu einem großen Teil von nicht quantitativen Größen bestimmt‘
 - Mit Einschränkung: ‚Abschließende Bewertung - Die Investitionsentscheidung ist meist von quantitativer Grundlage losgelöst‘

- Konstrukt ‚Äußere Limitationen für den Einsatz statistischer Methoden‘
 - ‚Begrenzter Einsatz statistischer Methoden - fehlende Ressourcen‘
 - ‚Begrenzter Einsatz statistischer Methoden - zu hohe Kosten‘
 - ‚Begrenzter Einsatz statistischer Methoden - zu hoher Zeitaufwand‘
 - Mit Einschränkung: ‚Begrenzter Einsatz statistischer Methoden - fehlende Softwarekenntnisse‘

- Arbeit im PE - PE-Toolkit als Erfolgstreiber
 - ‚PE-Erfolgsfaktoren - VWL Kenntnisse‘
 - Mit Einschränkung: ‚PE-Erfolgsfaktoren – Finanzierungskenntnisse‘

Güte des Strukturgleichungsmodells

Tabelle 35 fasst alle Gütemaße zusammen, die das Strukturgleichungsmodell IIa in seiner ganzheitlichen Betrachtung sowie die zugehörigen einzelnen Hypothesen betreffen.

Ganzheitliche Gütebetrachtung des Strukturgleichungsmodells

Die in die Berechnung des Modells einbezogenen Datensätze belaufen sich auf Das Bestimmtheitsmaß zur Erklärung der Zielvariablen ‚Gewicht quantitativer Methoden bei der Investitionsentscheidung‘ liegt mit 0,292 knapp unterhalb des notwendigen Mindestwertes von 0,3 und nach Chin (1998) für den ‚mittelguten‘ Bereich, dafür jedoch mit einer sehr hohen Signifikanz (p-Wert von 0,000). Vor dem Hintergrund des Charakters dieser Untersuchung als Performance-Messung (in Abschnitt 5.4.3.3.2 wurde bereits auf geringe Bestimmtheitsmaße in der Erfolgsfaktorenforschung verweisen) kann das aufgestellte Modell für die Untersuchung der aufgestellten Hypothesen verwendet werden.

Hypothesenblock	Hypothese	Padkoeffizienten	t-Wert des Padkoeffizienten (Bootstrapping - 10.000)	Einseltige Signifikanz für Padkoeffizienten (p-Wert)	Effektstärke	Bestimmtheitsmaß (R ²)	Signifikanz für Bestimmtheitsmaß (p-Wert)	Prognoserelevanz (Q ²)	Ergebnis
Hypothese IX.1: Es besteht ein positiver Zusammenhang zwischen folgenden Faktoren und dem Erfolg einer Private Equity Gesellschaft und...	a. Bedeutung, die quantitativen Methoden beigemessen wird	0,268	2,396	0,008	0,084 (schwach)	Aus Modell entfernt			Hypothese nicht ablehnen
	b. Häufigkeit des Einsatzes von statistischen Methoden								Hypothese ablehnen
	c. Häufigkeit des Einsatzes von Bewertungsverfahren	0,329	1,057	0,145	0,137 (schwach)				Hypothese mit Hinblick auf Einschränkung ihrer Signifikanz der äußeren Gewichte und des Padkoeffizienten ablehnen
	d. Bedeutung, die PE-relevanten technischen Kenntnissen (Finanzierung, Unternehmensbewertung, Rechnungslegung, VWL, Microsoft Office Paket) beigemessen wird	-0,033 (ohne Unternehmensbewertung)	0,286	0,388	0,001				Hypothese ablehnen
	e. Bedeutung, die nicht quantitativen Faktoren bei der Investitionsentscheidung beigemessen wird	0,208	1,309	0,095	0,047 (schwach)				Hypothese nicht ablehnen
	f. Gewicht quantitativer Methoden bei der Investitionsentscheidung	0,029	0,362	0,359	0,001				Hypothese ablehnen
Hypothese IX.2: Es besteht ein negativer Zusammenhang zwischen folgenden Faktoren und dem Erfolg einer Private Equity Gesellschaft und...	a. Betonung von äußeren Limitationen für den Einsatz statistischer Methoden/analytischer Verfahren (z. B. fehlende Kenntnisse, fehlende Ressourcen, Kosten- und Zeitaufwand)	-0,148	1,611	0,054	0,027 (schwach)				Hypothese nicht ablehnen, jedoch mit kleiner Einschränkung bei Höhe des Padkoeffizienten
	b. Geäußerte Ablehnung eines verstärkten Einsatzes quantitativer Methoden								Hypothese ablehnen

Tabelle 35: Gütebewertung des Strukturmodells von Strukturgleichungsmodell IIa.¹²⁵⁷

¹²⁵⁷ Eigene Darstellung basierend auf SmartPLS-Ausgabe.

Hypothese IX.1: Es besteht ein positiver Zusammenhang zwischen folgenden Faktoren und dem Erfolg einer Private Equity Gesellschaft (relative Fund Performance) und:

a. Bedeutung, die quantitativen Methoden beigemessen wird:

Der Pfadkoeffizient der latenten Variablen auf die Zielgröße beträgt 0,268 bei einer einseitigen Signifikanz von 0,01 (einseitiger p-Wert von 0,008) und ist damit ausreichend hoch, um als bedeutsam interpretiert zu werden. Nachdem es sich hier um ein formatives Konstrukt handelt, sei hier noch einmal an die Ergebnisse aus der Bewertung des äußeren Modells erinnert. Hier hat lediglich die Variable ‚Zweck/ Rolle quantitativer Methoden - zentrale Entscheidungsgrundlage‘ ein signifikantes Gewicht auf das Konstrukt, und das bei einer starken positiven Ladung von 0,895. Die Effektstärke liegt mit 0,084 im Bereich einer ‚schwachen Effektstärke‘. Demnach ist die Hypothese nicht abzulehnen und sehr klar zu deuten. Ein hoher Stellenwert quantitativer Methoden (‚zentrale Entscheidungsgrundlage‘) steht in einem positiven Zusammenhang mit der relativen Fund Performance und damit dem Erfolg einer Private Equity Gesellschaft.¹²⁵⁸ Die sehr starke Aussage und Einstufung quantitativer Methoden als zentrale Entscheidungsgrundlage braucht natürlich einen entsprechenden Kontext.

b. Häufigkeit des Einsatzes von statistischen Methoden:

Nachdem dieses Konstrukt mangels Erfüllung der Gütekriterien aus der ursprünglichen Modellaufstellung entfernt werden musste, ist diese Hypothese abzulehnen. Es besteht damit kein positiver Zusammenhang zwischen dem Einsatz statistischer Methoden und dem Erfolg einer Private Equity Gesellschaft.

¹²⁵⁸ Dies deckt sich mit der Aussage eines Interviewpartners im Zuge der Vorbereitung des Fragebogens, der die Private Equity Arbeit bei der Investitionsentscheidung als ‚maximal quantitativ‘ bezeichnete.

c. Häufigkeit des Einsatzes von Bewertungsverfahren:

Der Pfadkoeffizient dieses formativen Konstrukts auf den Erfolg von Private Equity Gesellschaften ist mit 0,329 deutlich oberhalb der Mindestschwelle von 0,2 und mit 0,137 liegt die Effektstärke am oberen Rand der ‚schwachen Effektstärke‘. Einschränkungen sind auf Seiten der Signifikanzen festzustellen. Der Pfadkoeffizient hat einen einseitigen p-Wert von 0,145 und wäre damit nur bei einem abgeschwächten Signifikanzniveau von 0,20 von Bedeutung. Von den aufgeführten Indikatoren sind nur zwei, nämlich der Einsatz von DCF-Methoden (p-Wert von 0,123) und der Einsatz von Renditemodellierungen (p-Wert von 0,145), schwach signifikant bei einem Signifikanzniveau von 0,2. Deren Ladung ist in beiden Fällen positiv, wobei die DCF-Methoden mit 0,779 deutlich stärker auf das Konstrukt wirken als die Renditemodellierungen mit 0,547. Aus statistischer Sicht ist die hier aufgestellte Hypothese mangels Signifikanz der Indikatoren abzulehnen, die Herstellung eines direkten Zusammenhangs zwischen dem Einsatz von Bewertungsverfahren und dem Erfolg einer Private Equity Gesellschaft ist technisch nicht zulässig, inhaltlich und unter der Einschränkung der abgeschwächten Signifikanz sei dennoch erwähnt, dass das Entscheidungsverhalten einer Private Equity Gesellschaft bei einem starken Bewertungsfokus auf die Zahlungsströme des Zielunternehmens (DCF-Methoden) bei gleichzeitigem Fokus auf die zu erwartende Rendite der Investition sehr wohl positiv auf deren Erfolg wirken wird. Schon in Abschnitt 3.4.3 wurde ausführlich erläutert, dass Finanzinvestoren gerade im Zusammenhang mit LBO-Transaktionen sehr wohl auf die Stabilität der Zahlungsströme eines Unternehmens achten müssen, damit dieses das aufgenommene Fremdkapital bedienen und tilgen können. Ebenso ist die Rendite auf das eingesetzte Kapital die zentrale Überlegung von Finanzinvestoren und deren Geldgebern, deren Maximierung ist Hauptgegenstand ihrer täglichen Arbeit. Dies gilt sowohl für Venture Capital als auch für das Buyout Geschäft. Gerade vor diesem Hintergrund ist für das Buyout Geschäft die Transaktionsstruktur eines LBO überhaupt erst entstanden (siehe Abschnitt 3.4.3).

d. Bedeutung, die PE-relevanten technischen Kenntnissen (Finanzierung, Unternehmensbewertung, Rechnungslegung, VWL, Microsoft Office Paket) beigemessen wird:

Dieses Konstrukt musste im Vergleich zum ursprünglichen Modell um die Variable ‚Kenntnisse in Unternehmensbewertung‘ verkleinert werden. Wenngleich eine weitere Anpassung der Konstrukte im Rahmen dieses Modells nicht erforderlich ist, zeigt sich aufgrund der Schwäche des nicht signifikanten Pfadkoeffizienten ($-0,033$ bei einem einseitigen p-Wert von $0,388$) und einer quasi nicht vorhandenen Effektstärke von $0,001$ kein Zusammenhang zwischen der Bedeutung von PE-relevanten technischen Kenntnissen und dem Erfolg einer PE-Gesellschaft. Die aufgestellte Hypothese ist damit abzulehnen. Natürlich sind diese Kenntnisse für die Arbeit im Private Equity als solche sehr wichtig, sogar unerlässlich. Dennoch lässt sich mit dem Handwerkszeug alleine kein überdurchschnittlicher Erfolg erreichen, Kenntnisse zu Finanzierung, Microsoft Office, Rechnungslegung und volkswirtschaftlichen Entwicklungen sind eher als ‚Hygienefaktoren‘ für die Arbeit im Private Equity zu werten.

e. Bedeutung, die nicht quantitativen Faktoren bei der Investitionsentscheidung beigemessen wird:

Der Pfadkoeffizient dieser latenten Variablen liegt mit $0,208$ gerade über dem strengerem Grenzwert von $0,2$ bei einer leicht reduzierten einseitigen Signifikanz von $0,10$ (einseitiger p-Wert von $0,095$). Die Effektstärke liegt mit $0,047$ oberhalb des Mindestmaßes von $0,02$ für eine immerhin ‚schwache Effektstärke‘. Die hier aufgestellte Hypothese ist nicht abzulehnen, in erfolgreichen Private Equity Unternehmen haben ‚nicht quantitative Größen‘ und persönliche Erfahrung/ Dealerfahrung einen hohen Stellenwert. Mit einer gewissen Einschränkung bei der Ladung ($0,695$), trifft hier auch die Loslösung der Investitionsentscheidung von der quantitativen Grundlage als Aussage zu, was wenig verwundert: Die Berücksichtigung nicht quantitativer Größen bzw. Entscheidungsfaktoren (z.B. Managementqualität) und von Erfahrung verlangt oftmals eine Trennung von dem reinen Zahlenwerk aus den Modellen. Ebenfalls ist es wichtig, quantitative Ergebnisse noch einmal auf Plausibilität oder gar Glaubhaftigkeit hin zu hinterfragen, zu kalibrieren oder zu validieren, bevor eine Investitionsentscheidung getroffen wird. Eine entsprechende persönliche Erfahrung

oder Branchenkenntnis erweist sich hier als Kompass für den Entscheider. Das zu dieser Hypothese getroffene Ergebnis ist vor dem Hintergrund der Gütebewertung der reflektiven Konstrukte auch inhaltlich klar ein- bzw. abzugrenzen. Nicht von Bedeutung ist im Kontext der Fund Performance die Aussage, dass persönliche Erfahrung/ Dealerfahrung ‚wichtiger‘ ist als das Ergebnis quantitativer Modelle.¹²⁵⁹ Dieses Ergebnis ist bei weitem nicht trivial: Verbunden mit der zuvor identifizierten Erfolgswirkung der Rolle quantitativer Methoden als ‚zentrale Entscheidungsgrundlage‘ deutet dies vielmehr auf eine additive statt auf eine substitutive Beziehung zwischen quantitativer und qualitativer Arbeit hin. Damit erscheint das in Abschnitt 4.2.2 erwähnte Kontinuum zwischen analytischem und intuitivem Entscheidungsverhalten in einem neuen Licht. Die relative Gewichtung von Analytik und Intuition zueinander bzw. von quantitativen und qualitativen Elementen bei der Investitionsentscheidung ist nicht die Steuerungsgröße für die optimale Investitionsentscheidung, sie ist die Resultante aus einer additiven Beziehung dieser Größen.

f. Gewicht quantitativer Methoden bei der Investitionsentscheidung:

Diese Hypothese ist entlang aller Gütekriterien im Strukturgleichungsmodell abzulehnen: Der nicht signifikante Pfadkoeffizient beträgt lediglich 0,029 bei einem einseitigen p-Wert von 0,359 und einer Effektstärke von nur 0,001. Eine stärkere Gewichtung quantitativer Methoden bei der Investitionsentscheidung steht nicht im Zusammenhang mit der Fund Performance. Auch dies spricht für die zuvor getroffene Aussage, dass für die erfolgreiche Arbeit im Private Equity eine sinnvolle Gewichtung zwischen quantitativen und qualitativen Faktoren weniger die Steuerungsgröße sondern das Ergebnis fundierter quantitativer und qualitativer Arbeit zugleich ist.

¹²⁵⁹ Anders als im Kontext der Gewichtung quantitativer Methoden, wo diese Aussage sehr wohl von Bedeutung war.

Hypothese IX.2: Es besteht ein negativer Zusammenhang zwischen folgenden Faktoren und dem Erfolg einer Private Equity Gesellschaft:

a. Betonung von äußeren Limitationen für den Einsatz statistischer Methoden/ ‚analytical laziness‘ (z.B. fehlende Kenntnisse, fehlende Ressourcen, Kosten- und Zeitaufwand):

Der Pfadkoeffizient dieser latenten Variablen mit Bezug zur Fund Performance beträgt $-0,148$ und ist bei $\alpha = 0,10$ einseitig signifikant (einseitiger p-Wert von $0,054$). Damit befindet sich der Pfadkoeffizient betragsmäßig zwischen dem weniger strengen Grenzwert von $0,1$ und dem strengeren Grenzwert von $0,2$. Die Effektstärke liegt mit $0,027$ gerade innerhalb des Bereichs einer ‚schwachen‘ Effektstärke. Mit einer kleinen Einschränkung bei der Höhe des Pfadkoeffizienten und dem etwas reduzierten Signifikanzniveau ist die Hypothese nicht abzulehnen, in weniger erfolgreichen Private Equity Unternehmen scheint die quantitative Arbeit aufgrund fehlender Ressourcen, zu wenig Zeit und zu hohen Kosten limitierter auszufallen, also aus Gründen, die der ‚analytical laziness‘ aus Abschnitt 4.2.2 bzw. der Planung und dem Arbeitsfokus des Unternehmens zugeschrieben werden können. Nicht relevant sind hier fehlende Kenntnisse bzw. fehlende Softwarekenntnisse, deren Ladungen aus der latenten Variablen unterhalb des Grenzwerts von $0,7$ liegen. Die hier gefundene Erkenntnis erweist sich als durchaus nachvollziehbar. Der Umfang der quantitativen Arbeit soll durch dessen methodische Sinnhaftigkeit und nicht durch planungsbedingte Beschränkungen bzw. ‚analytical laziness‘ bestimmt werden. Im Kontext von Private Equity Transaktionen ergibt sich die Sinnhaftigkeit für den Einsatz quantitativer Methoden aus dem Nutzen der Erkenntnisse bzw. deren Relevanz für die Investitionsentscheidung, dies natürlich im Abgleich mit dem dafür notwendigen Aufwand. Quantitative Arbeit soll darauf abgestellt sein, das Verständnis über die Transaktion zu mehren, eine Entscheidungsgrundlage zu bilden und damit vor einer Fehlentscheidung zu bewahren. Ein grundsätzliches Sparen an der quantitativen Arbeit (Zeit, Ressourcen, Know-How-Aufbau und Geld) schlägt sich damit negativ in der Performance des Private Equity Unternehmens nieder. Diese Aussage ist auch stimmig mit den Ergebnissen aus der deskriptiven Auswertung in Abschnitt 5.4.2. So sind die in diesem Konstrukt zusammengefassten Gründe für einen begrenzten Einsatz statistischer Methoden nicht diejenigen, welche mehrheitlich Zustimmung fanden. Vielmehr

sind dort –ob zu Recht oder nicht- mehrheitlich inhaltliche/ technische Limitationen für einen begrenzten Einsatz statistischer Methoden genannt worden, wie verfügbare Daten/ Datenumfang, keine/ begrenzte Praxisrelevanz, kein signifikanter Mehrwert für die Entscheidungsqualität und ein methodisch innewohnender Vergangenheitsbezug.

b. Geäußerte Ablehnung eines verstärkten Einsatzes quantitativer Methoden:

Nachdem dieses Konstrukt mangels Erfüllung der Gütekriterien aus der ursprünglichen Modellaufstellung entfernt werden musste, ist diese Hypothese abzulehnen. Es besteht damit kein negativer Zusammenhang zwischen der Ablehnung eines verstärkten Einsatzes quantitativer Methoden und dem Erfolg einer Private Equity Gesellschaft.

Die Ergebnisse des inneren Modells sind in Abbildung 57 zusammenfassend dargestellt, wobei folgende Ergebnisse der PLS-Berechnung angegeben werden:

- Pfadkoeffizienten inklusive t-Wert und einseitigem Signifikanztest aus dem Bootstrapping
- Gesamteffekte der Konstrukte auf die Zielgröße, sofern nicht nur eine direkte Wirkungsbeziehung auf die Zielvariable vorhanden ist
- Bestimmtheitsmaße (R^2) inklusive Signifikanztest aus dem Bootstrapping
- Prognoserelevanz (Q^2)

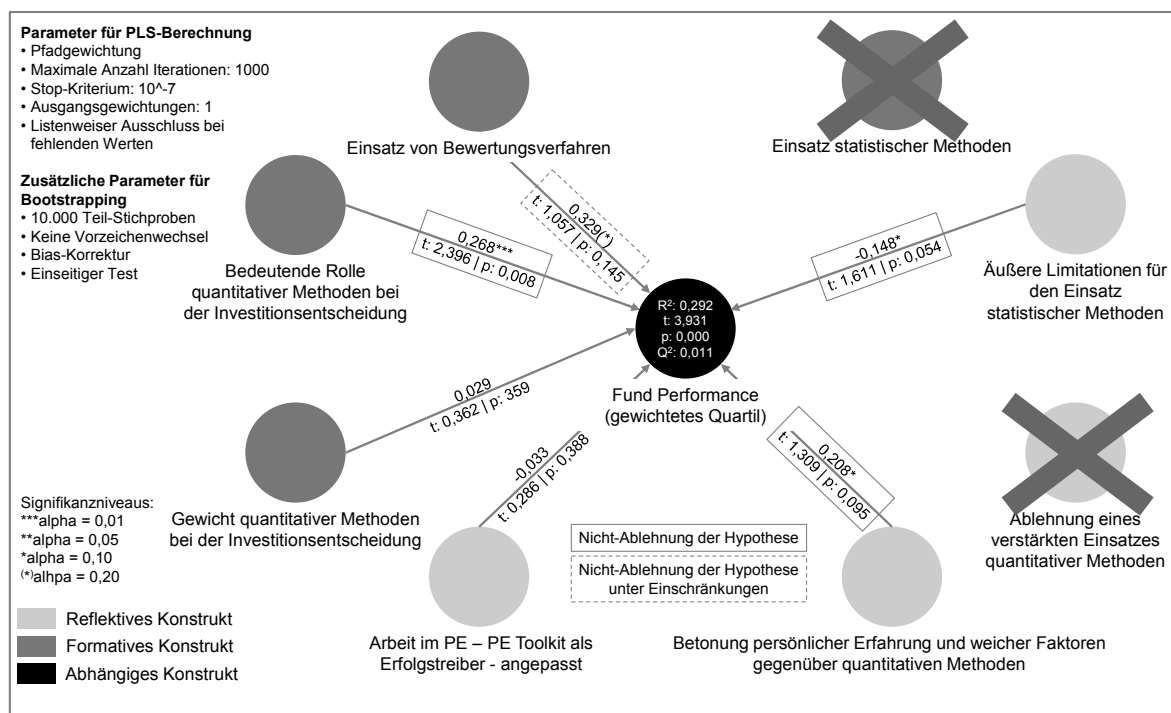


Abbildung 57: Strukturgleichungsmodell IIa – Ergebnisse zur Untersuchung des Zusammenhangs zwischen Einsatz und Rolle quantitativer Methoden und Fund Performance (gewichtetes Quartil).¹²⁶⁰

5.5 Zusammenfassende Diskussion der Ergebnisse

Die vorliegende Arbeit hat das Ziel, einen grundsätzlichen Einblick in die quantitative Arbeit und Entscheidungspraxis von Private Equity Gesellschaften im Zuge der Entscheidung über eine Transaktion herzustellen, in diesem Kontext wurden folgende Kernfragestellungen ausführlich und vertiefend behandelt, welche an dieser Stelle mit den wesentlichen Ergebnissen zusammenfassend aufgegriffen werden:

- Welche Qualität wird der Due Diligence mit Bezug auf ihre Funktion beige-messen: Eignung zum Erhalt von entscheidungsrelevanten Informationen/ Prognosen sowie Herstellung von Transparenz über Investitionsrisiken, auch im Kontext von Informationsasymmetrien?
- Welche quantitativen Methoden werden im Zuge der Investitionsentscheidung/ Due Diligence eingesetzt und welche Rolle bzw. welches Gewicht ha-

¹²⁶⁰ Eigene Darstellung basierend auf SmartPLS-Ausgabe.

ben diese im Vergleich zu weichen Faktoren, wie z.B. Expertenwissen oder persönliche Erfahrung?

- Welche Größen beeinflussen die Gewichtung quantitativer Methoden bei der Investitionsentscheidung?
- Haben Einsatz und Rolle bzw. Gewichtung quantitativer Methoden einen Einfluss auf den Erfolg einer Private Equity Gesellschaft?

Ergebnisse zu Qualität der Due Diligence

Due Diligence wird generell als geeignetes Instrument betrachtet, um die investitionsrelevanten Informationen bzw. Prognosen zu erhalten. Während diese Aussage für käuferseitig durchgeführte Due Diligence Gutachten zutreffend ist, gilt sie nicht für die durch die Verkäuferseite durchgeführte Vendor Due Diligence, welcher diese Eigenschaft mehrheitlich nicht zugesprochen wird. Betrachtet man die Due Diligence im Kontext der Identifikation von Risiken in den für die Investitionsentscheidung relevanten Bereichen, zeigt sich ein gemischtes Bild. Gerade bei den Themen mit der höchsten Risikoeinstufung durch die Teilnehmer¹²⁶¹, gelingt es in den meisten Fällen nicht, durch die Due Diligence eine mehrheitlich ‚eher gute‘ bis ‚gute‘ Risikotransparenz herzustellen. An dieser Stelle erweist sich die praktische Due Diligence Arbeit in der Breite als verbesserungswürdig, insbesondere im Bereich der Commercial/ Strategic Due Diligence. Anders gestaltet sich das Bild für diejenigen Themen, deren Risiko mehrheitlich nicht als ‚eher hoch‘ bis ‚hoch‘ eingestuft wurde.¹²⁶² Hier gelingt es in fast allen Bereichen, im Due Diligence Prozess eine mehrheitlich ‚eher gute‘ bis ‚gute‘ Transparenz über die entsprechenden Risiken herzustellen.¹²⁶³ Die Risikowahrnehmung hängt also mit der über die Risiken herstellbaren Transparenz zusammen. Bei der Frage danach, in welcher Art von Due Diligence die meisten ‚Red Flags‘ auftauchen, also kritische Punkte, welche zu einer Ablehnung der Investitionsoption führen würden, finden sich diese mehrheitlich ‚eher häufig‘ bis ‚sehr häufig‘ bei Financial Due Diligence und Commercial/ Strategic Due Diligence sowie Ope-

¹²⁶¹ Diese sind: Managementqualität, Umsatz, Unternehmenserfolge, Markt, Wettbewerb und Exit-Optionen. Lediglich bei Unternehmenserfolgen und Wettbewerb gab die Mehrheit der Befragungsteilnehmer an, in der Due Diligence eine ‚eher gute‘ bis ‚gute‘ Risikotransparenz zu erhalten.

¹²⁶² Hierzu zählen in der Befragung die Bereiche Produkte, Kosten, Investitionsplanung, Verschuldungsgrad, Regulation/ Politik, Rechtsverhältnisse, Steuern und potentielle Poison Pills.

¹²⁶³ Ausgenommen hiervon sind Regulation/ Politik und potentiellen Poison Pills.

rations/ Technical Due Diligence wieder, wobei die Aussage nur für die Financial Due Diligence statistische Signifikanz hat. Im Zuge einer Due Diligence treten demnach kritische Punkte insbesondere bei Themen hervor, welche direkt mit den Zahlungsströmen im Zusammenhang stehen. Weniger häufig treten ‚Red Flags‘ bei steuerlichen Themen und –erwartungsgemäß– bei der Vendor Due Diligence hervor. Auch an dieser Stelle tritt der limitierte Wert von verkäuferseitig bereitgestellten Due Diligence Gutachten für die potentiellen Käufer zu Tage. Auch bei der Frage nach der Wichtigkeit verschiedener Informationsquellen zeigt sich, dass Verkäuferinformationen von der Käuferseite mit Argwohn betrachtet werden: Vendor Due Diligence und das von der verkäuferseitigen Investmentbank in der Regel herausgegebene ‚Information Memorandum‘ werden nur teilweise als wichtige Informationsquelle gesehen (meist als erster Überblick für die weitergehende Bewertung).

Der begrenzte Wert der verkäuferseitig bereitgestellten Angaben bestätigt sich auch weiterhin durch den Umstand, dass diese in vielen Fällen aus Sicht der Befragten zu optimistisch ausfällt. Diese Beobachtung betrifft nahezu alle Bereiche.¹²⁶⁴ Dabei fällt der Anteil an zu optimistischen Verkäuferangaben umso höher aus, je größer sich der Interpretationsspielraum bzw. die Prognosenotwendigkeit in einem Themenfeld gestalten, wie z.B. bei Unternehmenswert, Marktentwicklung und Umsatzentwicklung. Lediglich in denjenigen Bereichen, die weniger Deutungsspielraum bieten, also Investitionsplanung und Rechtsverhältnisse, fallen die Verkäuferangaben mehrheitlich nicht zu optimistisch aus. Folglich nutzen Verkäufer in Abwesenheit einer entsprechenden Planbarkeit wie bei Investitionen oder eines festen Regelwerks wie bei Rechtsverhältnissen systematisch ihren Informationsvorsprung. Der Umstand, dass der Versuch zur Nutzung von Informationsvorsprüngen durch die Verkäufer aufgedeckt wird, rechtfertigt die Bemühungen der Käufer im Rahmen ihrer Due Diligence. Weiterhin zeigt die Erhebung, dass gerade die aufgeführten Themen mit einem hohen Anteil zu optimistischer Verkäuferangaben die höchsten Risiken mit sich bringen. Informationsasymmetrien und deren Nutzung sind damit nachweislich eine reale Risikoquelle bei Unternehmensverkäufen. Eine weitere interessante Erkenntnis in diesem Zusammenhang ist der Umstand, dass Verkäuferinformationen in seltenen Fäl-

¹²⁶⁴ Die Bereiche mit mehrheitlich zu optimistischer Verkäuferinformation sind: Unternehmenswert, Marktentwicklung, Umsatzentwicklung, Kostenentwicklung, Unternehmenserfolge und Managementqualität.

len auch als zu pessimistisch wahrgenommen werden. Erkennt der Käufer diesen Umstand, so dreht sich der in der Regel beim Käufer anzusetzende Informationsnachteil mit seinen Risiken zu Lasten des Verkäufers teilweise um –eine Situation die in den Überlegungen zum Thema nicht oft Berücksichtigung findet oder nur am Rand erwähnt wird.

Zusammenfassend spielen käuferseitig durchgeführte Due Diligence Gutachten für die Private Equity Praxis eine sehr wichtige Rolle, um die für die Investitionsentscheidung relevanten Informationen und Prognosen zu erhalten, dies umso mehr vor dem Hintergrund des Informationsrisikos gegenüber dem Verkäufer. Mit Hinblick auf die Herstellung von Risikotransparenz scheint es im Rahmen der Due Diligence gerade für Fragestellungen rund um Markt, Umsatz, Managementqualität und Exit-Optionen in der Praxis noch Verbesserungsbedarf zu geben bzw. es ist von einer gemischteren Qualität bei der Bearbeitung dieser Themen auszugehen. Eine Verkäuferseitig durchgeführte Due Diligence bringt für den Käufer einen sehr limitierten Mehrwert. Vielmehr dient sie dem Verkäufer für ein entsprechendes ‚Signalling‘ an den Käufer, für die Bildung einer Vorstellung über den Verkaufspreis und für die Ankerbildung im Rahmen der Kaufpreisverhandlung, und zuletzt für die Vermeidung von zu pessimistischen eigenen Angaben gegenüber dem Käufer. Insofern erweist sich die Investition von Zeit und Geld in eine gute Due Diligence für die Käuferseite als unabdingbar, um teure Fehlentscheidungen bzw. zu hohe Kaufpreise zu vermeiden.¹²⁶⁵

Einsatz und Rolle quantitativer und qualitativer Methoden bei Private Equity Transaktionen

Quantitative Methoden spielen bei Private Equity Transaktionen eine wesentliche Rolle, wobei ihnen verschiedene Funktionen zukommen. Diese reichen von der Durchführung von Sensitivitäten über Entscheidungs- und Verhandlungsunterstützung bis hin zur Rolle als zentrale Entscheidungsgrundlage und Ergebnisrechtfertigung.

¹²⁶⁵ Im Durchschnitt liegen die Due Diligence Kosten bei ca. 1,2 bis 4,2 Prozent des Kaufpreises für die Beteiligung, der Mittelwert beträgt ca. 2,3 Prozent.

Der Blick auf den Einsatz quantitativer Methoden zeigt, dass Modellierungen bei Private Equity Transaktionen nahezu immer zum Einsatz kommen, insbesondere zukunftsgerichtete allgemeine Modellierungen (z.B. Gewinn- und Verlustrechnung, Cash Flow, Markt), Szenarien und Benchmarks. Treiberbäume und Portfoliomodellierungen finden eher eine gelegentliche Anwendung. Bewertungsverfahren kommen bei Private Equity Transaktionen ebenfalls nahezu immer zum Einsatz, dabei stehen vor allem Multiplikator-Bewertungen (Markt & Transaktionen), Renditemodellierungen, LBO-Modelle und DCF-Methoden im Vordergrund – andere Bewertungsverfahren¹²⁶⁶ kommen seltener bis gelegentlich zum Einsatz, da sie entweder nur unter bestimmten Umständen (z.B. Insolvenz bei Liquidationswert) eingesetzt werden oder weil sich die praktische Umsetzung zusätzlich als schwierig erweist oder weil sie in der Praxis eine begrenzte Relevanz haben (z.B. bei Optionsbewertungsverfahren). Statistische Methoden als solche kommen laut dieser Untersuchung bei Private Equity Transaktionen nur begrenzt zum Einsatz, lediglich einfachere statistische Verfahren finden gelegentlich Anwendung. Der Grund hierfür ist eher bei ‚technischen/ inhaltlichen‘ Limitationen¹²⁶⁷ zu finden und nicht bei ‚äußeren‘ Limitationen (‚analytical laziness‘) wie ein zu hoher Kosten- bzw. Ressourcenaufwand oder fehlende Kenntnisse. Beim Einsatz quantitativer Methoden nach Unternehmensart zeigen sich vor allem bei den eingesetzten Bewertungsverfahren signifikante Unterschiede. Als Grund kann hierfür teils das Geschäftsmodell der Unternehmen (z.B. LBO-Modelle im Buyout) teils ein unterschiedlich verfügbares Datenmaterial zu den Zielunternehmen aufgeführt werden. So verwundert es z.B. kaum, dass Venture Capital Gesellschaften bei der Bewertung junger Unternehmen eher auf Multiplikator-Bewertung als auf DCF-Methoden zurückgreifen werden, die eine zuverlässige Prognose der Zahlungsströme erfordern. Renditemodellierungen gehören dagegen bei allen Private Equity Gesellschaften aufgrund des Geschäftsmodells zum Standardrepertoire in der Bewertung möglicher Beteiligungen. Ein grundsätzlich verstärkter Einsatz quantitativer Methoden bei Private Equity Transaktionen wird von den Befragten mehrheitlich abgelehnt, wobei dies nicht mit ‚äußeren‘ Limitationen (Kosten-, Ressourcen- und Zeitaufwand) sondern mit Bezug auf nicht quantitative Größen bei der

¹²⁶⁶ Zu diesen zählen Ertragswert, Sum of Parts/ Zerschlagungswert, Substanzwert/ Liquidationswert, CAPM und Optionsbewertungsverfahren.

¹²⁶⁷ Hierzu zählen in der Befragung ein zu geringer Datenumfang, mangelnde Datenverfügbarkeit, keine/ begrenzte Praxisrelevanz, kein signifikanter Mehrwert für die Entscheidungsqualität und Vergangenheitsbezug der Methoden.

Investitionsentscheidung begründet wird. Systematisierte qualitative Methoden (z.B. DEPLHI-Methoden) kommen im Mittel nur gelegentlich zum Einsatz. Gerade wegen der hohen Bedeutung qualitativer Themen und von Expertenwissen, u.a. als Datenquelle für quantitative Methoden, könnte die Qualität der Informationsnutzung und – Verarbeitung durch einen verstärkten Einsatz systematisierter Vorgehensweisen in Verbindung mit statistischer Verarbeitung deutlich gesteigert werden.

Unbestrittenermaßen spielt die quantitative Arbeit bei der Investitionsentscheidung im Private Equity eine wesentliche Rolle. Sie fokussiert sich in der Praxis weniger auf statistische Methoden als vielmehr auf Modellierungen und Bewertungsverfahren, also Methoden, die der reinen Informationsverarbeitung und –verdichtung dienen. Quantitativen Methoden wird trotz ihrer tragenden Rolle bei der Investitionsentscheidung in einer zusammenfassenden Fragestellung ein geringeres Gewicht beigemessen als ‚weichen‘ Faktoren (z.B. Dealerfahrung, Expertenwissen), was zu einem gewissen Grad auch an der qualitativen Natur der entscheidungs- und risikorelevanten Themen liegt (z.B. hohe Bedeutung der Managementqualität für den Investor): Insgesamt ist die Investitionsentscheidung damit weder rein quantitativ noch rein ‚weich‘ bzw. qualitativ. Sie ist vielmehr eine Mischung aus analytischen und intuitiven Faktoren. Dies spiegelt sich auch bei der Frage nach der Wichtigkeit verschiedener Faktoren für eine erfolgreiche Arbeit im Private Equity wider. Hier messen die teilnehmenden Personen in erster Linie ‚weichen‘ Faktoren wie Dealerfahrung, Verhandlungsgeschick, allgemeinem Geschäftsverständnis, Timing von Deals und Kommunikationskenntnissen die größte Bedeutung bei. Die dahinter als mehrheitlich wichtig genannten quantitativen Kenntnisse beziehen sich auf PE-nahe betriebswirtschaftliche Themen wie Unternehmensbewertung, Finanzierung und Rechnungslegung und spielen ebenfalls eine bedeutende, jedoch eine geringere Rolle als die zuerst genannten ‚weichen‘ Faktoren. Mathematische/ statistische Kenntnisse sowie Kenntnisse in dazugehörigen Programmen wiederum spielen laut der Befragung ebenfalls eine eher untergeordnete Rolle. Diese Angaben sind konsistent mit den Angaben zum Einsatz der entsprechenden quantitativen Methoden.

Untersuchung von Variablenzusammenhängen – Einflüsse auf Gewichtung quantitativer Methoden bei der Investitionsentscheidung

Bei der Frage nach den Einflüssen auf Gewichtung quantitativer Faktoren zeigt sich in der PLS-Auswertung ein sehr klares Bild. Es besteht ein direkter Zusammenhang mit der Rolle, die quantitative Methoden spielen. Deren Gewichtung fällt bei der Investitionsentscheidung umso höher aus, je stärker zutreffend die Rolle quantitativer Modelle als zentrale Entscheidungsgrundlage und als Werkzeug zur Risikoeinschätzung bewertet wird. Umgekehrt sinkt die Gewichtung quantitativer Methoden bei der Investitionsentscheidung, je stärker nicht quantitative Faktoren wie persönliche Erfahrung/ Dealerfahrung bzw. nicht quantitative Größen bei der Investitionsentscheidung betont werden.

Der alleinige Einsatz quantitativer Methoden (Bewertungsverfahren und statistische Methoden) beeinflusst ihre Gewichtung bei der Investitionsentscheidung nicht. Auch übt die Bedeutung, die PE-relevanten Kenntnissen¹²⁶⁸ beigemessen wird, keinen signifikanten Einfluss auf die Gewichtung quantitativer Methoden bei der Investitionsentscheidung aus. Genauso wenig haben äußere Limitationen bzw. ‚analytical laziness‘ für den Einsatz statistischer Methoden (zu hoher Kosten- und Zeitaufwand, fehlende Ressourcen und fehlende Kenntnisse) sowie die Ablehnung eines verstärkten Einsatzes quantitativer Methoden entgegen der Hypothese einen signifikanten Einfluss auf diese Größe. Desweiteren übt auch die persönliche Erfahrung¹²⁶⁹ der Befragungsteilnehmer anders als postuliert keinen signifikanten Einfluss auf die Gewichtung quantitativer Methoden bei der Investitionsentscheidung aus. Zuletzt kann aus statistischer Sicht kein Zusammenhang zwischen persönlicher Erfahrung und der Rolle quantitativer Methoden bzw. nicht quantitativer Faktoren festgestellt werden. Damit lässt sich die in Kapitel 4.2.2 erwähnte Substitution der Analytik durch persönliche Erfahrung in dieser Untersuchung nicht nachweisen. Dies mag jedoch daran liegen, dass die Bedeutung weicher Faktoren und der persönlichen Erfahrung auch von jüngeren Befragungsteilnehmern bereits entsprechend anerkannt wird. Was den Einsatz statistischer Methoden betrifft, zeigt sich sehr deutlich, dass dieser

¹²⁶⁸ Hierzu werden in dieser Untersuchung Kenntnisse in Unternehmensbewertung, Finanzierung, Volkswirtschaftslehre und in Microsoft Office gezählt.

¹²⁶⁹ Gemessen in Berufserfahrung gesamt (in Jahren), Berufserfahrung im Private Equity (gesamt) und Anzahl durchgeführter Due Diligences.

positiv mit dem Einsatz komplexerer Bewertungsverfahren (Optionsbewertungsverfahren, LBO-Modelle und DCF-Methoden) einhergeht, so können statistische Methoden bei der Vorbereitung der dazugehörigen Datengrundlage dienen.

Untersuchung von Variablenzusammenhängen – Zusammenhang zwischen Einsatz und Rolle quantitativer Methoden und Erfolg einer Private Equity Gesellschaft (relative Fund Performance)

Die Frage nach dem Zusammenhang zwischen Einsatz und Rolle quantitativer Methoden und dem Erfolg einer Private Equity Gesellschaft (relative Fund Performance) stellt die wichtigste Frage dieser Arbeit dar. Quantitative Arbeit bei der Investitionsentscheidung soll kein Selbstzweck sein. Sie trägt durch die Quantifizierung von Risiken, der Verdichtung von Informationen zu einem Unternehmenswert und der Modellierung verschiedener Szenarien dazu bei, den Entscheider vor einer Fehlinvestition bzw. vor der Bezahlung eines für das Investitionsobjekt zu hohen Kaufpreises zu bewahren. Dementsprechend zeigt sich in der vorliegenden Untersuchung ein messbarer positiver Zusammenhang zwischen dem relativen Erfolg¹²⁷⁰ von Private Equity Unternehmen und Einsatz und Rolle quantitativer Methoden, und das bei einem für Erfolgsmessungen relativ hohen Bestimmtheitsmaß. Zunächst wirkt sich eine verstärkte Betonung ‚äußerer‘ Limitationen für den Einsatz statistischer Methoden negativ auf den Unternehmenserfolg aus. Bei diesen Limitationen handelt es sich um einen zu hohen Kosten-, Zeit bzw. Ressourcenaufwand, also Gründe, die der in Abschnitt 4.2.2 erwähnten ‚analytical laziness‘ zugeschrieben werden können.¹²⁷¹ Wenngleich der Einsatz statistischer Methoden in diesem Kontext keine Rolle spielt, so geht es an dieser Stelle um die Grundhaltung gegenüber der quantitativen Arbeit. Private Equity Gesellschaften, die für die quantitative Arbeit –egal ob es sich um statistische Methoden handelt oder um andere Verfahren handelt– nicht ausreichend Budget, Ressourcen und Zeit einplanen, haben im Vergleich eine niedrigere Fund Performance.

¹²⁷⁰ Der Erfolg wurde anhand der nach Fund-Größe gewichteten Quartilsplatzierung der Private Equity Gesellschaften in der Datenbank ‚Performance Analyst‘ von Preqin gemessen (siehe Abschnitt 5.3.2).

¹²⁷¹ Fehlende Kenntnisse bzw. fehlende Softwarekenntnisse sind hier in der Interpretation mangels Erfüllung der Gütekriterien nicht zu berücksichtigen.

Als weitere Größe wirkt sich die Einschätzung quantitativer Methoden als ‚zentrale Entscheidungsgrundlage‘ positiv auf die relative Performance von Private Equity Gesellschaften aus, genauso wie die Betonung persönlicher Erfahrung und weicher Faktoren. Dieses Zusammenspiel erscheint auf den ersten Blick widersprüchlich, sofern man von einer substitutiven Beziehung/ Kalibrierung zwischen quantitativen und weichen Faktoren bei der Investitionsentscheidung ausgeht. Dennoch liefert dies die inhaltlich richtige Antwort für eine erfolgreiche Arbeit im Kontext von Investitionsentscheidungen. Es arbeiten diejenigen Private Equity Gesellschaften im Vergleich am erfolgreichsten, deren Entscheider quantitative Methoden als zentrale Entscheidungsgrundlage betrachten und dabei gleichzeitig nicht quantitativen Größen und persönlicher Erfahrung ein entsprechendes Gewicht beimessen. Sie stellen damit implizit eine ideale Mischung aus diesen beiden Entscheidungskomponenten her. Die Diskussion ob des Entscheidungsverhaltens bei Transaktionen sollte folglich nicht daran ausgerichtet sein, ob eine Investitionsentscheidung mehr auf Basis quantitativer Methoden oder weichen Faktoren gefällt wird. Vielmehr sollte der Entscheidungsprozess in jeweils ausreichendem Umfang analytisch und intuitiv bzw. quantitativ und qualitativ geprägt sein. Eine Verzahnung dieser beiden Komponenten, bei der die quantitative Arbeit auch qualitative Größen mit einbezieht und verarbeitet, führt zum besten Ergebnis. Dieses Ergebnis ist bei weitem nicht trivial, denn damit erscheint das in Abschnitt 4.2.2 erwähnte Kontinuum zwischen analytischem und intuitivem Entscheidungsverhalten in einem sehr konkreten Licht. Die relative Gewichtung von Analytik und Intuition zueinander bzw. von quantitativen und qualitativen Elementen bei der Investitionsentscheidung ist nicht die zu optimierende Steuerungsgröße aus einem substitutiven Zusammenhang, sie ist die Resultante aus einer additiven Beziehung dieser Größen. Eine gute Investitionsentscheidung ist damit geprägt durch einen Mindestumfang an quantitativer Arbeit und deren Wertschätzung als zentrale Entscheidungsgrundlage, genauso wie durch einen Mindestumfang in der Berücksichtigung nicht quantitativer Faktoren. In diesem Zusammenhang stellt das ‚Optimum‘ in der Gewichtung zwischen beiden Entscheidungselementen eine Resultante dar, wenngleich die Mindestumfänge an dieser Stelle noch nicht näher bestimmt werden können und diese je nach Situation und Zielunternehmen eine unterschiedliche Ausprägung anzunehmen vermögen. Diese Erkenntnisse sind auch die richtige Antwort auf das von Shepherd et al. (2003) ermittelte Problem, dass die Qualität von Investitionsentscheidungen im Venture Capital (Prognosequalität) ab

einer bestimmten Erfahrung der Entscheider gerade wegen der Substitution von Analytik durch Intuition/ feste Erfahrungsregelwerke abnimmt, und entsprechend negative Folgen für den Erfolg der Private Equity Gesellschaft hätte. Gerade an der Schnittstelle zwischen qualitativer und quantitativer Arbeit ist für die Praxis ein Verbesserungspotential anzumelden. So könnte beispielsweise ein verstärkter Einsatz statistischer Methoden zur Verarbeitung systematisch erhobener Informationen (z.B. aus Experteninterviews) die Qualität der Inputverarbeitung deutlich verbessern. Als methodischer Ansatz sei hier die Arbeit von Klein (2010b) erwähnt, in welchem die Einsatzmöglichkeiten von Monte-Carlo-Simulation im Due Diligence Prozess beschrieben stehen.

6 Schlussbemerkung und Ausblick

Der Due Diligence Prozess von Private Equity Unternehmen liefert in der Praxis mehrheitlich die für die Investitionsentscheidung relevanten Informationen und Prognosen, er zeigt jedoch auch ein Verbesserungspotential bei der Herstellung von Transparenz über Risiken zu zentralen Themen, zu denen Umsatz, Markt, Managementqualität und Exit-Optionen gehören. Die rein verkäuferseitige Informationsaufbereitung hat in der Praxis einen sehr begrenzten Wert für die Käuferseite. So werden Vendor Due Diligence Gutachten im Mittel nur teilweise die Eignung zugesprochen, die investitionsrelevanten Informationen und Prognosen zu liefern und sie bringen deutlich weniger häufig kritische Punkte rund um das Zielunternehmen zu Tage als es käuferseitig durchgeführte Due Diligence Gutachten tun. Dementsprechend werden Vendor Due Diligence Gutachten sowie das Information Memorandum nur zum Teil als bedeutende Informationsquelle gesehen. Die Verkäuferseite versucht in der Transaktionspraxis systematisch, den eigenen Informationsvorsprung zu nutzen. So fallen Informationen und Angaben der Verkäufer laut Angabe der Befragten in den meisten Fällen als zu optimistisch aus. Davon betroffen sind besonders diejenigen bewertungsrelevanten Themen, die einen entsprechenden Interpretationsspielraum erlauben, wie der Unternehmenswert selbst, die Markt- und Umsatzentwicklung sowie die Unternehmenserfolge. Folgerichtig ließ sich ein deutlich positiver Zusammenhang zwischen der wahrgenommenen Höhe der Risiken durch die Investoren und zu optimistischer verkäuferseitiger Information nachweisen –der Versuch der Verkäufer, Informationsvorsprünge bei einer Transaktion zum eigenen Vorteil zu nutzen, stellt ein reales Risiko für mögliche Investoren dar. Die Investition von Zeit und Geld in eine gute Due Diligence erweist sich damit für die Käuferseite als unabdingbar, um sich vor einer Fehlentscheidung bzw. vor zu hohen Kaufpreisen zu schützen.

Quantitative Methoden und deren Ergebnisse sind unbestritten ein zentrales Element im Zuge der Entscheidung über eine Private Equity Transaktion. Mit Blick auf Einsatz und Rolle quantitativer und qualitativer Methoden stehen in erster Linie Modellierungen und Bewertungsmethoden im Vordergrund der quantitativen Arbeit von Entscheidern im Private Equity. Statistische Methoden kommen –auch wenn Sie

teilweise mit Bewertungsverfahren einhergehen- nur begrenzt zum Einsatz, was die Befragungsteilnehmer mehrheitlich eher mit inhaltlichen Themen als mit ‚äußeren‘ Limitationen („analytical laziness“) wie einem zu hohen Kosten- oder Ressourcenaufwand begründen. Quantitative Methoden erfüllen im Transaktionsprozess verschiedene Rollen. Sie reichen mehrheitlich von der Durchführung von Sensitivitäten über Entscheidungs- und Verhandlungsunterstützung bis hin zur Rolle als zentrale Entscheidungsgrundlage und Ergebnisrechtfertigung. Dabei konnte sich ein positiver Zusammenhang zwischen der Gewichtung quantitativer Methoden mit der ihr zugesprochenen Rolle als zentrale Entscheidungsgrundlage nachgewiesen werden. Die qualitative Arbeit erfolgt nur teilweise systematisiert, so kommen entsprechende Vorgehensweisen zur Erhebung und vorbereitenden Verarbeitung von Informationen (z.B. DELPHI-Methode) nur sehr begrenzt zum Einsatz. Insgesamt wird quantitativen Methoden gegenüber weichen Faktoren (z.B. Dealerfahrung oder Expertenwissen) eine niedrigere Gewichtung bei der Investitionsentscheidung beigemessen, wobei die Betonung nicht quantitativer Faktoren wie persönliche Erfahrung/ Dealerfahrung bzw. nicht quantitativer Größen bei der Investitionsentscheidung seitens der Befragten negativ auf die Gewichtung quantitativer Methoden wirkt. Dies zeigt sich auch in der generellen Sichtweise der Befragungsteilnehmer auf die Wichtigkeit von Erfolgsfaktoren für die Arbeit in der Private Equity Praxis. Sie stellen ‚weiche‘ Faktoren wie z.B. Dealerfahrung, Verhandlungsgeschick oder ein allgemeines Geschäftsverständnis vor die immer noch mehrheitlich wichtigen betriebswirtschaftlich-quantitativen Kenntnissen (Finanzierung, Unternehmensbewertung, Rechnungslegung) und messen mathematischen/ statistischen Kenntnissen nur eine untergeordnete Rolle bei.

Im Kontext der relativen Performance von Private Equity Unternehmen lässt sich der Nachweis erbringen, dass Gesellschaften, die für die quantitative Arbeit nicht ausreichend Budget, Ressourcen und Zeit einplanen („analytical laziness“), eine im Vergleich schwächere Fund Performance haben. Auch ergibt sich die Erkenntnis, dass Private Equity Gesellschaften erfolgreicher sind, wenn sie quantitativen Methoden verstärkt die Rolle als zentrale Entscheidungsgrundlage zusprechen und gleichzeitig nicht quantitative Faktoren bei der Investitionsentscheidung betonen. Diese Erkenntnis erscheint im Sinne einer ‚Entweder-oder-Logik‘ mit Blick auf die Gewichtung quantitativer und qualitativer Elemente widersprüchlich, sie liefert bezogen auf er-

folgreiche und qualitativ hochwertige Investitionsentscheidungen jedoch die richtige Antwort. Ein guter Investitionsentscheidungsprozess ist geprägt von einem Mindestmaß an quantitativer Arbeit und von einem Mindestmaß an Berücksichtigung bzw. Betonung weicher Faktoren. Das ‚Optimum‘ in der relativen Gewichtung quantitativer und weicher Faktoren zueinander ist damit als Resultante zu verstehen und nicht als ein festzusetzender (optimaler) Parameter. Dies lässt das in Abschnitt 4.2.2 beschriebene Kontinuum zwischen analytischem und intuitivem Entscheidungsverhalten in einem sehr bestimmten Licht erscheinen, da –anders als oftmals in der Praxis- hieraus keine substitutive Beziehung der beiden Elemente gefolgert werden darf. Diese Erkenntnis liefert auch eine Antwort auf das von Shepherd et al. (2003) empirisch festgestellte Problem einer wieder abnehmenden Investitionsentscheidungsqualität im Venture Capital, sobald die persönliche Erfahrung der Entscheider –und damit die Substitution von Analytik durch Intuition- ein Mindestmaß übersteigt. Im Kontext einer erfolgreichen Investitionstätigkeit sind Analytik und Intuition bzw. quantitative Methoden und ‚weiche‘ Faktoren damit auf jeden Fall additiv und nicht substitutiv zu betrachten.

Gerade an der Schnittstelle zwischen qualitativer und quantitativer Arbeit ist für die Private Equity Praxis ein Verbesserungspotential anzumelden. So könnte beispielsweise ein Einsatz geeigneter statistischer Methoden zur Verarbeitung verstärkt systematisch qualitativ erhobener Informationen (z.B. DELPHI-Methode bei Expertenbefragungen zu Marktentwicklungen) die Qualität der Inputverarbeitung deutlich verbessern. Einen möglichen methodischen Vorschlag in diese Richtung liefert z.B. die Arbeit von Klein (2010b), in welcher der Autor die Einsatzmöglichkeiten von Monte-Carlo-Simulation im Due Diligence Prozess beschreibt.

Im inhaltlichen Kontext dieser Arbeit könnten im Private Equity weitere vertiefende Forschungsaktivitäten entlang der empirischen Messung von Entscheidungsprozessen, Entscheidungsregeln und Verhaltensweisen im Zuge von Investitionsentscheidungen und Due Diligence sowie deren Erfolge und Erfolgstreiber angestrebt werden. Hierbei wäre z.B. eine längerfristige systematische Untersuchung mit ex-post Messung von Investitionserfolgen denkbar, in welcher die hier dargestellten Gedanken und die Ansätze z.B. von Zacharakis und Meyer (2000), Shepherd und Zacharakis (2002) oder Shepherd et al. (2003) vertieft werden können. Eine damit verbunde-

ne Erfolgsfaktorenforschung an der fachlichen Schnittstelle zwischen Betriebswirtschaftslehre, Psychologie und Statistik, die zudem Forschung und Praxis vereint, kann die hier beschriebenen Erkenntnisse und Überlegungen in für Wissenschaft und Praxis fruchtbarer Weise vertiefen und weiter konkretisieren.

VII Anhang

1 Fragebogen & Variablen

Einleitung

Sprachwahl (Deutsch/ Englisch): (Please select language on the upper right./ Bitte wählen Sie die Sprache oben rechts aus.)

Sehr geehrte Teilnehmerin/ sehr geehrter Teilnehmer,

vielen Dank für Ihre Teilnahme an der Befragung im Rahmen unseres Forschungsprojekts zum Einsatz quantitativer und qualitativer Methoden bei der Investitionsentscheidung im Private Equity (Venture Capital & Buyout). Die Befragung ist in drei Blöcke aufgeteilt:

1. Allgemeine Angaben zu Ihrem Unternehmen und Ihrer Arbeitserfahrung
2. Allgemeine Fragen zu Due Diligence im Private Equity
3. Vertiefende Fragen zum Einsatz quantitativer und qualitativer Methoden, Datenquellen und Expertenwissen

Bitte planen Sie ca. 15-20 Minuten ein, um den Fragebogen zu beantworten. Wir wissen, dass in der Private Equity Branche eine Vielzahl von Befragungen durchgeführt wird und schätzen umso mehr Ihre Teilnahmebereitschaft. (Nur in Welle I: Deshalb möchten wir Ihnen als Aufmerksamkeit für Ihre Teilnahme eine Flasche Sekt von ‚Manskopf & Söhne‘ anbieten –am Ende des Fragebogens haben Sie die Option, die kostenlose Zusendung zu veranlassen.)

Der Fragebogen kann nur einmal pro Teilnehmer ausgefüllt werden, die Auswertung erfolgt anonym. Gerne stellen wir Ihnen im Nachgang die Ergebnisse unserer Erhe-

bung zur Verfügung, bitte wählen Sie am Ende des Fragebogens die entsprechende Option.

(Nur Welle I: Sollten in Ihrem Umfeld weitere Private Equity Professionals/ Berater dazu bereit sein, an unserer Befragung teilzunehmen, leiten Sie den Link zu dieser Umfrage gerne weiter.)

Bei Rückfragen wenden Sie sich jederzeit gerne an Peter von Snitkin (Tel.: [REDACTED] [REDACTED] oder [REDACTED])

Mit besten Grüßen

Prof. Dr. Gertrud Moosmüller

Peter von Snitkin

1. Allgemeine Angaben

Angaben zu Ihrem Unternehmen

Art des Unternehmens

- PE-Gesellschaft (Venture Capital) (1)
- PE-Gesellschaft (Buyout) (2)
- Unternehmensberatung (3)
- Investmentbank (4)
- Sonstiges (5)

Name Ihres Unternehmens: _____

Unternehmensgröße (Anzahl Mitarbeiter weltweit)

- Weniger als 10 (1)
- 11 bis 100 (2)
- 101 bis 500 (3)
- 501 bis 1000 (4)
- Mehr als 1000 (5)

Assets/ Capital under Management (erscheint nur bei PE-Unternehmen)

- Weniger als € 50 Mio. (1)
- € 50-500 Mio. (2)
- € 500 Mio. - € 1 Mrd. (3)
- € 1-10 Mrd. (4)
- Mehr als € 10 Mrd. (5)
- Keine Angabe möglich (6)

Angaben zum Befragten

Ihre Berufserfahrung (Jahre)

Gesamt (Jahre): _____

Davon im/ mit Private Equity (Jahre): _____

Ihr derzeitiger Arbeitsstandort (Land): _____

Ihre Anzahl bisher begleiteter Due Diligences

- 0 (1)
- 1-10 (2)
- 11-50 (3)
- 50-100 (4)
- Mehr als 100 (5)

Ihre derzeitige Position (ggf. Äquivalent ankreuzen)

- Associate/ Analyst/ Consultant (1)
- Team Leader/ Project Leader/ (Investment) Manager/ Principal/ Director (2)
- Vice President/ Partner/ Managing Director (3)
- Sonstige (4)

Bitte kreuzen Sie die (bis zu fünf) Branchenschwerpunkte Ihrer Arbeit im Private Equity an

- Einzelhandel (1)
- Energieversorgung (2)
- Finanzdienstleistungen (3)
- Fluggesellschaften & Transport (4)
- Industriegüter & -dienstleistungen (5)
- Konsumgüter (6)
- Medien (7)
- Metall- und Bergbau (8)
- Öl & Gas (9)
- Baugewerbe (10)
- Pharmazie & Medizintechnik (11)
- Informationstechnologie, Datenverarbeitung & Software (12)
- Telekommunikation (13)
- Kein Branchenschwerpunkt/ sonstige (14)

Due Diligence - allgemeine Fragen

Frage 1 – Investitionsrisiken: Wie hoch sind aus Ihrer Erfahrung die Investitionsrisiken hinter folgenden Punkten?

	Niedrig (1)	Eher niedrig (2)	Mittel (3)	Eher hoch (4)	Hoch (5)
Top Line/ Marktentwicklung	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Top Line/ Wettbewerb	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Top Line/ Umsatzentwicklung	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Bottom Line/ Kostenentwicklung	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Grad der Verschuldung (Debt/ Equity)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Unternehmenserfolge (z.B. EBITDA/ Cash Flow)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Produkte des Unternehmens	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Qualität des Unternehmensmanagements	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Investitionsplanung/ CAPEX	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Rechtsverhältnisse	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Regulatorische/ politische Risiken	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
EXIT-Möglichkeiten	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Mögliche Poison Pills	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Steuern	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Frage 2 – Identifikation von Investitionsrisiken: Wie gut kann Ihrer Meinung nach eine Due Diligence bei den folgenden Punkten ein klares Bild/ Transparenz über mögliche Investitionsrisiken herstellen?

	Schlecht (1)	Eher schlecht (2)	Teilweise (3)	Eher gut (4)	Gut (5)
Top Line/ Marktentwicklung	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Top Line/ Wettbewerb	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Top Line/ Umsatzentwicklung	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Bottom Line/ Kostenentwicklung	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Grad der Verschuldung (Debt to Equity)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Unternehmenserfolge (z.B. EBITDA/ Cash Flow)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Produkte des Unternehmens	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Qualität des Unternehmensmanagements	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Investitionsplanung/ CAPEX	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Rechtsverhältnisse	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Regulatorische/ politische Risiken	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
EXIT-Möglichkeiten	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Mögliche Poison Pills	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Steuern	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Frage 3 – Anpassungen durch Due Diligence: In wie viel Prozent der Fälle fallen aus Ihrer Erfahrung die von der Verkäuferseite angegebenen unternehmenswertrelevanten Informationen als zu optimistisch, realistisch oder zu pessimistisch aus?

		Summe je Zeile: 100%		
	Keine Angabe mgl.	Zu optimistisch	Realistisch	Zu pessimistisch
Unternehmenswert/ Bid Price	<input type="radio"/>			
Top Line/ Marktentwicklung	<input type="radio"/>			
Top Line/ Umsatzentwicklung	<input type="radio"/>			
Bottom Line/ Kostenentwicklung	<input type="radio"/>			
Unternehmenserfolg (z.B. EBITDA/ Cash Flow)	<input type="radio"/>			
Qualität des Unternehmensmanagements	<input type="radio"/>			
Investitionsplanung/ CAPEX	<input type="radio"/>			
Rechtsverhältnisse	<input type="radio"/>			

Frage 4 – Prognose-Eignung von Due Diligences: Wie gut eignet sich Ihrer Meinung nach die Durchführung folgender Due Diligences, um die für die Investitionsentscheidung relevanten Informationen/ Prognosen zu erhalten?

	Schlecht (1)	Eher schlecht (2)	Teilweise (3)	Eher gut (4)	Gut (5)	Keine An- gabe mgl. (6)
Commercial/ Strategic Due Dili- gence (Top Line)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Operational/ Technical Due Dili- gence (Bot- tom Line)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Financial Due Dili- gence	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Legal Due Diligence	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Tax Due Diligence	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Vendor Due Diligence (Sell-Side Information)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Sonstige Due Dili- gence Gut- achten	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Frage 5 – Identifikation von „Red Flags“: Wie häufig identifizieren Sie in folgenden Due Diligences sog. „Red Flags“, also kritische Punkte, welche zur Entscheidung führen, die Investition nicht weiter zu verfolgen?

	Sehr selten (1)	Eher selten (2)	Gelegentlich (3)	Eher häufig (4)	Sehr häufig (5)	Keine Angabe mgl. (6)
Commercial/ Strategic Due Dili- gence (Top Line)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Operational/ Technical Due Dili- gence (Bot- tom Line)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Financial Due Dili- gence	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Legal Due Diligence	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Tax Due Diligence	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Vendor Due Diligence (Sell-Side Information)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Sonstige Due Dili- gence Gut- achten	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Frage 6 – Due Diligence Gutachten: Wie wichtig sind Ihnen folgende Kriterien bei Due Diligence Gutachten?

	Unwichtig (1)	Eher unwichtig (2)	Teilweise wichtig (3)	Eher wichtig (4)	Sehr wichtig (5)
Hoher Detailgrad	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Fokus auf wesentliche Fragestellungen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Fokus auf Ergebnisse/ Insights	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Nachvollziehbarkeit/ Dokumentation aller Berechnungen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Verständlichkeit	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Angewandte Methodik bei Berechnungen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Abdeckung aller möglichen Fragestellungen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Struktur des Dokuments	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Umfang und Art der verwendeten Datenquellen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Sonstiges: _____

Frage 7 – Wie hoch sind aus Ihrer Erfahrung die Due Diligence Kosten im Verhältnis zum Kaufpreis? (bitte Ihre Erfahrungswerte in % angeben)

	% des Kaufpreises			Keine Angabe mgl.
	Minimum	Maximum	Durchschnitt	
DD-Kosten im Verhältnis zum Kaufpreis der Beteiligung (%)				○

Quantitative & qualitative Methoden bei der Investitionsentscheidung im Private Equity

Frage 8 – Zweck/ Rolle quantitativer Modelle: Welche Rolle spielen für Sie quantitative Modelle (z.B. Business Case, LBO-Modell) bei der Investitionsentscheidung?

	Trifft gar nicht zu (1)	Trifft eher nicht zu (2)	Trifft teilweise zu (3)	Trifft eher zu (4)	Trifft voll zu (5)
Zentrale Entscheidungsgrundlage	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Einschätzen von Risiken	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Durchführen von Sensitivitäten bzgl. wertrelevanter Treiber	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Umsetzen von Informationen in entscheidungsrelevante Zahlen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Verhandlungsunterstützung	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Rechtfertigung vorab anvisierter Ergebnisse	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Entscheidungsunterstützung	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Sonstige: _____

Frage 9 – Anforderungen an quantitative Modelle: Wie häufig erfüllen Modelle in Ihrem Arbeitsalltag die folgenden Anforderungen?

	Sehr selten (1)	Eher selten (2)	Gelegentlich (3)	Eher häufig (4)	Sehr Häufig (5)	Keine Angabe mgl. (6)
Fallabhängiger Aufbau	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Anwendung quantitativ/ statistisch fundierter Methoden	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Nachvollziehbarkeit der Berechnungen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Übersichtlichkeit der Ergebnisse	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Klar sichtbare Annahmen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Durchführbarkeit von Sensitivitäten (z.B. bzgl. exogener Größen)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Flexibilität bzgl. neuer Anforderungen/ veränderbarer Struktur	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Informationsquellen

Frage 10 – Informationsquellen: Wie wichtig sind Ihrer Meinung nach folgende Informationsquellen für die Investitionsentscheidung?

	Unwichtig (1)	Eher unwichtig (2)	Teilweise wichtig (3)	Eher wichtig (4)	Sehr wichtig (5)
Datenraum (z.B. GuV, Bilanzen, Vertriebsdaten, Kostendaten, Vertragsinformationen)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Interne Marktstudien	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Managementinterviews	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Vertriebsinterviews	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Befragung von Kunden	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Befragung von Zulieferern	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Befragung von Branchenexperten	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Befragung von Wettbewerbern des Zielunternehmens	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Information Memorandum	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Managementplan	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Vendor Due Diligence	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Externe Marktstudien/ Marktdaten	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Wirtschaftliche Indikatoren	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Makroökonomische Daten	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Frage 11 – Extern bezogene Informationen/ Daten/ Prognosen: Wie wichtig sind Ihnen folgende Kriterien bei extern bezogenen/ zugekauften Informationen/ Daten/ Prognosen (z.B. makroökonomische Daten, Marktstudien)?

	Unwichtig (1)	Eher unwichtig (2)	Teilweise wichtig (3)	Eher wichtig (4)	Sehr wichtig (5)
Reputation des Anbieters	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Zugrundeliegende Datenquellen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Art/ Umfang der verwendeten Daten	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Eingesetzte quantitative/ statistische Verfahren	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Anbiervielfalt	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Kosten/ Preis	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Sonstige: _____

Externe Berater

Frage 12 – Externe Berater: Worauf achten Sie bei der Wahl externer Berater (v.a. Unternehmensberatungen, Investmentbanken, Anwälte)?

	Unwichtig (1)	Eher un- wichtig (2)	Teilweise wichtig (3)	Eher wichtig (4)	Sehr wichtig (5)
Reputation	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Spezifische Kenntnisse in der Branche des Zielunternehmens	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Erfahrung im Private Equity	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Qualität der bisherigen Zusammenarbeit	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Regelm. Wechsel von Beratern	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Kosten/ Preis	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Honorarstruktur (z.B. fix vs. variabel)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Spez. Mitarbeiter/ Per- sonen, die das Mandat durchführen werden	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Angewandte Methodik/ Vorgehensweise bei der Mandatsbearbeitung	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Geschwindigkeit bei der Mandatsbearbeitung	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Kurzfristige Verfügbar- keit des externen Bera- ters	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Q51 Sonstiges: _____

Expertenwissen & Erfahrungswerte

Frage 13 – Experteneinschätzungen: Wie bewerten Sie die Ergebnisse quantitativer Modelle im Vergleich zu Expertenwissen bzw. Einschätzung von Experten (z.B. Branchenexperten und Erfahrungswerte)?

	Stimme nicht zu (1)	Stimme eher nicht zu (2)	Stimme teilweise zu (3)	Stimme eher zu (4)	Stimme voll zu (5)
Die Einschätzungen von Experten/ Erfahrungswerte sind grundsätzlich wichtiger als das Ergebnis eines quantitativen Modells	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Die Einschätzung von Experten dient als Input für quantitative Modelle	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Die Einschätzung von Experten dient der Validierung von Modellannahmen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Quantitative Modelle ergänzen die Einschätzung von Experten	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Expertenwissen ergänzt das Ergebnis quantitativer Modelle	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Expertenwissen kalibriert lediglich das (finale) Ergebnis quantitativer Modelle	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Die Gewichtung von Expertenwissen hängt von der Qualität quantitativer Modelle ab	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Frage 14 – Abweichende Expertenangaben: Wie gehen Sie mit voneinander abweichenden Expertenangaben um?

	Nie (1)	Eher selten (2)	Gelegentlich (3)	Eher häufig (4)	Immer (5)
Abgleich mit anderen Datenquellen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Einfache Durchschnittsbildung	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Gewichtete Durchschnittsbildung (z.B. nach Häufigkeit)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Verwenden der Verteilung von Antworten (z.B. für Szenarien)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Befragung weiterer Experten	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Erneute Befragung der gleichen Experten zur Kalibrierung (z.B. wie bei DELPHI-Methode)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Einsatz quantitativer & qualitativer Methoden

Frage 15 – Einsatz von Modellierungen: Wie häufig werden aus Ihrer Erfahrung folgende Modellierungen bei der Investitionsentscheidung/ Due Dilligence eingesetzt?

	Nie (1)	Eher selten (2)	Gelegentlich (3)	Eher häufig (4)	Immer (5)	Keine Angabe mgl. (6)
Allgemeine Modellierungen (z.B. GuV, Cash Flow, Markt)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Benchmarks (z.B. Kosten, Wachstum, Profitabilität)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Treiberbäume/ Treiberbaumlogik (z.B. bei Markt- oder Kostenabschätzungen)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Szenarien (z.B. Min/Max/ Base Case)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Portfoliomodellierungen (z.B. Risiken, Hedging-Effekte, μ/σ bzw. Rendite/Risiko Modellierung usw.)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Frage 16 – Einsatz von Bewertungsverfahren: Wie häufig werden aus Ihrer Erfahrung folgende Bewertungsverfahren bei der Investitionsentscheidung/ Due Diligence eingesetzt?

	Nie (1)	Eher selten (2)	Gelegentlich (3)	Eher häufig (4)	Immer (5)	Keine Angabe mgl. (6)
LBO-Modell	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
DCF-Methoden	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Ertragswert-Verfahren	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Multiple Bewertung: Market Comparables	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Multiple Bewertung: Transaction Comparables	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
CAPM	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Sum of Parts Bewertung/ Zerschlagungswerte	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Substanzwert/ Liquidationswert	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Optionsbewertungsverfahren	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Renditemodellierungen (z.B. IRR)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Frage 17 – Einsatz statistischer Methoden: Wie häufig werden aus Ihrer Erfahrung folgende statistische Methoden bei der Investitionsentscheidung/ Due Dilligence eingesetzt?

	Nie (1)	Eher selten (2)	Gelegentlich (3)	Eher häufig (4)	Immer (5)	Keine Angabe mgl. (6)
Einfachere statistische Verfahren (z.B. Korrelationsanalyse, Varianzanalyse, Regression)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Komplexere statistische Verfahren (z.B. CHAID-Analyse, Conjoint-Analyse, Zeitreihenanalysen)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Simulationsverfahren (z.B. Monte-Carlo-Simulation)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Nicht-lineare Optimierungsverfahren (z.B. Neuronale Netze, Ameisen-Algorithmen)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Frage 18 – Einsatz von qualitativen Methoden: Wie häufig werden aus Ihrer Erfahrung folgende qualitative Methoden bei der Investitionsentscheidung/ Due Diligence eingesetzt?

	Nie (1)	Eher selten (2)	Gelegentlich (3)	Eher häufig (4)	Immer (5)	Keine Angabe mgl. (6)
Allgemeine qualitative Methoden – Befragungen/ Interviews, Brainstorming	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Systematisierte qualitative Methoden (z.B. Team-Brainstorming, DELPHI-Methode, Analogieschluss)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Frage 19 – Einsatz statistischer Methoden: Welchen Gründen für einen begrenzten Einsatz statistischer Methoden bei der Investitionsentscheidung/ Due Dilligence stimmen Sie zu?

	Stimme nicht zu (1)	Stimme eher nicht zu (2)	Stimme teilweise zu (3)	Stimme eher zu (4)	Stimme voll zu (5)
Fehlende Kenntnisse über statistische Methoden	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Zu hoher Zeitaufwand	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Fehlende Ressourcen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Mangelnde Datenverfügbarkeit	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Zu geringer Datenumfang	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Zu hoher Kostenaufwand	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Kein signifikanter Mehrwert für die Qualität der Investitionsentscheidung	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Vergangenheitsbezug einzelner Verfahren zu problematisch für Prognosen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Fehlende Kenntnisse über Anwendung spezifischer Programme (z.B. SPSS/ PASW/ Matlab)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Keine/ sehr begrenzte Relevanz in der Praxis	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Erfolgsfaktoren für die Arbeit im Private Equity

Frage 20 – Wie wichtig schätzen Sie folgende Faktoren für die erfolgreiche Arbeit im Private Equity ein?

	Un- wichtig (1)	Eher unwichtig (2)	Teil- weise wichtig (3)	Eher wichtig (4)	Sehr wichtig (5)
Dealerfahrung	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Branchenerfahrung	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Managementenerfahrung	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Mathematische/ statistische Kenntnisse	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Finanzierungskennntnisse	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Kenntnisse über Unternehmensbewertung	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Kenntnisse über Rechnungslegung	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Volkswirtschaftliche Kenntnisse	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Netzwerk in PE Branche	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Netzwerk in Branche des Zielunternehmens	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Netzwerk zu Banken	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Netzwerk zu Beratern (M&A, Strategie, Anwälte, usw.)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Reputation der PE Gesellschaft	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Verhandlungsgeschick	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Richtiges Timing von Deals (Kauf/ Verkauf)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Allgemeines Geschäftsverständnis	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Intuition	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Struktur (z.B. Arbeitsweise)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Kreativität	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Geschwindigkeit	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Kommunikationskenntnisse	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Kenntnisse in Microsoft Office (Excel, Access, Power-Point)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Kenntnisse in statistischen Programmen (z.B. SPSS/ PASW)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Kenntnisse in mathemat. Programmen (z.B. Matlab)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Frage 21 – 'Weiche' Faktoren vs. quantitative Methoden: Wie würden Sie die Gewichtung von 'weichen' Faktoren (Erfahrung/ Expertenwissen) im Vergleich zur Gewichtung quantitativer Methoden bei der Investitionsentscheidung einschätzen? (bitte geben Sie Ihre ungefähre Gewichtung in Prozent an - Summe 100%; Beispiel: 60/40)

	Gewichtung 'weicher' Faktoren (Erfahrung/ Expertenwissen) in %	Gewichtung quantitativer Methoden in %
Gewichtung für Investitionsentscheidung (Summe 100%)		

Abschließende Bewertung

Frage 22 – Abschließende Bewertung: Bitte geben Sie an, inwieweit Sie den folgenden Aussagen zustimmen.

	Stimme nicht zu	Stimme eher nicht zu	Stimme teilweise zu	Stimme eher zu	Stimme voll zu
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Ein stärkerer Einsatz quantitativer und statistischer Methoden würde die Qualität der Investitionsentscheidung verbessern	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Quantitativ/ statistisch fundierte Methoden kommen bei der Investitionsentscheidung zu wenig zum Einsatz	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Finale Investitionsentscheidungen werden meistens losgelöst von der quantitativen Grundlage gefällt	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Investitionsentscheidungen werden grundsätzlich mehr auf Basis von persönlicher Erfahrung/ Dealerfahrung als auf Basis von quantitativen Modellen gefällt	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Für eine gute Investitionsentscheidung ist persönliche Erfahrung wichtiger als das Ergebnis von quantitativen Modellen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Die Investitionsentscheidung wird zu einem großen Anteil von nicht quantitativen Größen bestimmt (z.B. Managementqualität, Dealpartner, Industrie)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Ein verstärkter Einsatz quantitativer Methoden bei der Investitionsentscheidung brächte unnötige Komplexität	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Ein verstärkter Einsatz quantitativer Methoden bei der Investitionsentscheidung würde unnötig viele Ressourcen beanspruchen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Ein verstärkter Einsatz quantitativer Methoden bei der Investitionsentscheidung würde unnötig hohe Kosten verursachen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Der Bieterprozess zwingt zum Abweichen vom ursprünglich berechneten Kaufpreis	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Erfolgreiche Beteiligungen sind die Folge unzureichender/ begrenzter quantitativer Arbeit	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Versand der Ergebnisse und Anreiz für Befragungsteilnahme

Nur Versand Welle I: Herzlichen Dank für Ihre Teilnahme an der Befragung, Sie haben uns damit sehr geholfen! Wir möchten uns mit einer Flasche Sekt der Frankfurter Marke Manskopf & Söhne für Ihre Zeit und Ihre Antworten erkenntlich zeigen. Bitte lassen Sie uns wissen, ob wir ihnen diese zukommen lassen dürfen.

- Ja, bitte schicken Sie mir eine Flasche Sekt von Manskopf & Söhne. (1)
- Ich wünsche keine Zusendung, vielen Dank. (2)

Nur Versand Welle I: Bei gewünschter Zusendung der Flasche Sekt: Bitte tragen Sie in den folgenden Feldern Ihre Kontaktdaten ein, damit wir den Versand durchführen können. Die Daten werden gesondert von der Befragung (anonyme Auswertung) und selbstverständlich streng vertraulich behandelt. Die Verwendung Ihrer Angaben erfolgt ausschließlich zum Zweck des Versands, eine Weitergabe an Dritte findet nicht statt.

Titel: _____

Name: _____

Vorname: _____

Firma (optional): _____

Straße, Hausnummer: _____

Stadt: _____

PLZ: _____

Land: _____

Versand Welle I & II: Gerne lassen wir Ihnen die Umfrageergebnisse zukommen. Bitte lassen Sie uns wissen, ob wir ihnen diese zusenden sollen.

- Ja, bitte senden Sie mir die Ergebnisse der Studie zu. (1)
- Ich wünsche keine Zusendung der Studienergebnisse, vielen Dank. (2)

Versand Welle I & II: Nur bei Zusendungswunsch der Ergebnisse: Bitte tragen Sie für die elektronische Zusendung der Umfrageergebnisse Ihre Daten in unten stehendem Feld ein. Ihre Angaben werden gesondert von der Befragung (anonyme Auswertung) und selbstverständlich streng vertraulich behandelt. Die Verwendung erfolgt ausschließlich zum Zweck der Zustellung der Studienergebnisse, eine Weitergabe an Dritte findet nicht statt.

Name: _____

Vorname: _____

E-Mail Adresse: _____

Firma (optional): _____

2 Antworten zur Befragung

2.1 Allgemeine Fragen zu Due Diligence

	Niedrig	Eher niedrig	Mittel	Eher hoch	Hoch	K.A.	Gesamt	Mittelwert	Median	Standardabweichung
Markt	1	33	125	139	68	3	369	3,66	4	9,27
Wettbewerb	2	25	137	153	49	3	369	3,61	4	9,26
Umsatz	3	23	100	174	66	3	369	3,76	4	9,28
Kosten	10	68	152	108	27	4	369	3,20	3	10,64
Verschuldungsgrad	35	86	122	85	36	5	369	3,00	3	11,86
Unternehmenserfolge	3	29	101	151	82	3	369	3,77	4	9,29
Produkte	7	58	140	109	52	3	369	3,39	3	9,26
Managementqualität	3	20	67	118	158	3	369	4,11	4	9,32
Investitionsplanung	9	86	155	93	23	3	369	3,10	3	9,23
Rechtsverhältnisse	29	135	124	59	19	3	369	2,74	3	9,20
Regulation/ Politik	24	108	116	75	43	3	369	3,01	3	9,24
EXIT-Optionen	8	34	127	127	70	3	369	3,59	4	9,28
Pot. Poison Pills	102	112	96	46	8	5	369	2,30	2	11,78
Steuern	68	148	106	36	8	3	369	2,37	2	9,17

Tabelle 36: Frage 1 – Investitionsrisiken: Wie hoch sind aus Ihrer Erfahrung die Investitionsrisiken hinter folgenden Punkten?¹²⁷²

	Eher					K.A.	Gesamt	Mittelwert	Median	Standardabweichung
	Schlecht	schlecht	Teilweise	Eher gut	Gut					
Markt	4	47	150	119	48	1	369	3,43	3	5,41
Wettbewerb	1	35	106	159	67	1	369	3,70	4	5,42
Umsatz	1	65	169	106	27	1	369	3,25	3	5,39
Kosten	3	38	112	168	47	1	369	3,59	4	5,41
Verschuldungsgrad	12	33	75	158	89	2	369	3,76	4	7,62
Unternehmenserfolge	4	40	110	164	50	1	369	3,59	4	5,41
Produkte	1	19	106	173	69	1	369	3,79	4	5,41
Managementqualität	12	55	145	103	53	1	369	3,35	3	5,42
Investitionsplanung	3	33	112	179	41	1	369	3,60	4	5,41
Rechtsverhältnisse	2	21	77	160	108	1	369	3,95	4	5,43
Regulation/ Politik	9	76	108	124	51	1	369	3,36	3	5,43
EXIT-Optionen	31	90	152	77	18	1	369	2,89	3	5,40
Pot. Poison Pills	19	64	118	98	67	3	369	3,36	3	9,27
Steuern	11	26	92	154	84	2	369	3,75	4	7,62

Tabelle 37: Frage 2 – Identifikation von Investitionsrisiken: Wie gut kann Ihrer Meinung nach eine Due Diligence bei den folgenden Punkten ein klares Bild/ Transparenz über mögliche Investitionsrisiken herstellen?¹²⁷³

Druchschnittswerte	Zu Optimistisch	Realistisch	Zu Pessimistisch	Anzahl k.A.
Unternehmenswert	70,8%	24,0%	5,2%	62
Marktentwicklung	65,7%	28,4%	5,9%	66
Umsatzentwicklung	71,1%	24,1%	4,8%	66
Kostenentwicklung	53,6%	36,2%	10,2%	66
Erfolge	64,8%	28,4%	6,8%	66
Managementqualität	53,8%	39,0%	7,3%	64
Investitionsplaung	43,8%	45,0%	11,2%	66
Rechtsverhältnisse	31,9%	58,6%	9,5%	59

Tabelle 38: Frage 3 – Anpassungen durch Due Diligence: In wie viel Prozent der Fälle fallen aus Ihrer Erfahrung die von der Verkäuferseite angegebenen unternehmenswertrelevanten Informationen als zu optimistisch, realistisch oder zu pessimistisch aus?.¹²⁷⁴

¹²⁷² Eigene Darstellung.

¹²⁷³ Eigene Darstellung.

¹²⁷⁴ Eigene Darstellung.

	Eher						Gesamt	Mittelwert	Median	Standardabweichung
	Schlecht	schlecht	Teilweise	Eher gut	Gut	K.A.				
Comm./Strat. DD	1	26	91	130	119	2	369	3,93	4	7,62
Oper./Techn. DD	0	12	71	149	131	6	369	4,10	4	13,08
Financial DD	1	6	49	130	175	8	369	4,31	4	15,09
Legal DD	0	7	50	118	180	14	369	4,33	4	19,78
Tax DD	3	17	58	112	161	18	369	4,17	4	22,27
VDD	12	73	153	89	25	17	369	3,12	3	21,46
Sonstige DD	1	14	132	73	31	118	369	3,47	3	47,86

Tabelle 39: Frage 4 – Prognose-Eignung von Due Diligences: Wie gut eignet sich Ihrer Meinung nach die Durchführung folgender Due Diligences, um die für die Investitionsentscheidung relevanten Informationen/ Prognosen zu erhalten?¹²⁷⁵

	Sehr selten	Eher selten	Gelegentlich	Eher häufig	Sehr häufig	K.A.	Gesamt	Mittelwert	Median	Standardabweichung
	Comm./Strat. DD	6	35	128	123	67				
Oper./Techn. DD	2	46	127	131	45	18	369	3,49	3	22,12
Financial DD	4	26	132	117	70	20	369	3,64	4	23,29
Legal DD	9	80	131	82	40	27	369	3,19	3	26,66
Tax DD	44	101	115	55	26	28	369	2,76	3	27,00
VDD	64	94	100	56	19	36	369	2,62	2	30,21
Sonstige DD	16	47	119	40	19	128	369	3,00	2	48,62

Tabelle 40: Frage 5 – Identifikation von „Red Flags“: Wie häufig identifizieren Sie in folgenden Due Diligences sog. „Red Flags“, also kritische Punkte, welche zur Entscheidung führen, die Investition nicht weiter zu verfolgen?¹²⁷⁶

	Eher		Teilweise		K.A.	Gesamt	Mittelwert	Median	Standardabweichung	
	Unwichtig	unwichtig	wichtig	Eher wichtig						Sehr wichtig
Detailgrad	7	24	147	129	62	0	369	3,58	4	0,91
Fokus wstl. Fragestellungen	0	4	20	96	249	0	369	4,60	5	0,64
Ergebnisorientierung	1	4	31	134	199	0	369	4,43	5	0,72
Nachvollziehbarkeit d. Berechnungen	4	31	106	152	76	0	369	3,72	4	0,92
Verständlichkeit	1	5	37	155	171	0	369	4,33	4	0,73
Berechnungsmethoden	7	48	144	121	48	1	369	3,42	3	5,41
Abdeckung aller Fragest.	11	77	130	101	50	0	369	3,28	3	1,03
Dokumentstruktur	13	68	150	110	28	0	369	3,20	3	0,94
Umfang/ Art Datenquellen	4	34	150	130	51	0	369	3,51	3	0,88

Tabelle 41: Frage 6 – Due Diligence Gutachten: Wie wichtig sind Ihnen folgende Kriterien bei Due Diligence Gutachten?¹²⁷⁷

DD-KOSTEN (% DES KAUFPREISES)	MIN (%)	MAX (%)	DURCHSCHNITT (%)
Durchschnitt	1,24	4,18	2,34
Min	0,00	0,02	0,01
Max	10,00	25,00	15,00
Anzahl abgegebener Werte	198	197	212

Tabelle 42: Frage 7 – Wie hoch sind aus Ihrer Erfahrung die Due Diligence Kosten im Verhältnis zum Kaufpreis? (bitte Ihre Erfahrungswerte in % angeben).¹²⁷⁸

¹²⁷⁵ Eigene Darstellung.

¹²⁷⁶ Eigene Darstellung.

¹²⁷⁷ Eigene Darstellung.

¹²⁷⁸ Eigene Darstellung.

2.2 Einsatz und Rolle quantitativer & qualitativer Methoden bei Private Equity Transaktionen

	Trifft gar nicht zu	Trifft eher nicht zu	Trifft teilweise zu	Trifft eher zu	Trifft voll zu	K.A.	Gesamt	Mittelwert	Median	Standardabweichung
Zentr. Entscheidungsgrundlage	11	26	79	128	121	4	369	3,88	4	10,72
Risikoeinschätzung	11	19	108	132	94	5	369	3,77	4	11,94
Sensitivitäten	3	15	64	133	150	4	369	4,13	4	10,73
Informationsumsetzung in entscheidu	7	17	78	160	103	4	369	3,92	4	10,71
Verhandlungsunterstützung	10	36	109	131	79	4	369	3,64	4	10,69
Ergebnisrechtfertigung	15	53	101	129	67	4	369	3,49	4	10,68
Entscheidungsunterstützung	5	18	87	142	112	5	369	3,93	4	11,95

Tabelle 43: Frage 8 – Zweck/ Rolle quantitativer Modelle: Welche Rolle spielen für Sie quantitative Modelle (z.B. Business Case, LBO-Modell) bei der Investitionsentscheidung?¹²⁷⁹

	Sehr selten	Eher selten	Gelegentlich	Eher häufig	Sehr häufig	K.A.	Gesamt	Mittelwert	Median	Standardabweichung
Fallabh. Aufbau	16	22	73	76	153	29	369	3,96	4	27,77
Quant./ stat. Fundierung	50	93	121	50	30	25	369	2,76	3	25,63
Nachvollziehbarkeit d. Berechnungen	9	25	58	126	130	21	369	3,99	4	23,91
Übersichtlichkeit d. Ergebnisse	2	7	43	126	172	19	369	4,31	4	22,88
Klar sichtbare Annahmen	5	5	45	100	193	21	369	4,35	5	23,99
Durchführb. v. Sensitivitäten	11	21	61	111	138	27	369	4,01	4	26,88
Flexibilität	11	25	88	123	97	25	369	3,78	4	25,89

Tabelle 44: Frage 9 – Anforderungen an quantitative Modelle: Wie häufig erfüllen Modelle in Ihrem Arbeitsalltag die folgenden Anforderungen?¹²⁸⁰

	Unwichtig	Eher unwichtig	Teilweise wichtig	Eher wichtig	Sehr wichtig	K.A.	Gesamt	Mittelwert	Median	Standardabweichung
Datenraum	2	2	36	110	218	1	369	4,47	5	5,44
Interne Marktstudien	3	28	114	169	54	1	369	3,66	4	5,41
Managementinterviews	1	2	23	83	259	1	369	4,62	5	5,43
Vertriebsinterviews	6	17	102	141	102	1	369	3,86	4	5,43
Kundenbefr.	5	15	52	105	191	1	369	4,26	5	5,46
Zuliefererbefr.	7	41	114	122	84	1	369	3,64	4	5,44
Befr. v. Branchenexperten	2	5	45	124	192	1	369	4,36	5	5,44
Wettbewerberbefr.	7	40	105	146	70	1	369	3,63	4	5,43
Information Memo.	8	59	132	114	53	3	369	3,40	3	9,26
Managementplan	0	17	74	152	124	2	369	4,04	4	7,62
VDD	15	69	147	104	31	3	369	3,18	3	9,24
Ext. Marktstudien/ Daten	3	14	102	173	76	1	369	3,83	4	5,42
Wirt. Indikatoren	9	69	138	112	40	1	369	3,29	3	5,41
Makroök. Daten	15	81	136	102	34	1	369	3,16	3	5,41

Tabelle 45: Frage 10 – Informationsquellen: Wie wichtig sind Ihrer Meinung nach folgende Informationsquellen für die Investitionsentscheidung?¹²⁸¹

	Unwichtig	Eher unwichtig	Teilweise wichtig	Eher wichtig	Sehr wichtig	K.A.	Gesamt	Mittelwert	Median	Standardabweichung
Wichtig. Reputation d. Anbieters	1	14	56	176	121	1	369	4,09	4	5,43
Wichtig. verwendeter Datenquellen	0	8	64	197	98	2	369	4,05	4	7,61
Wichtig. Art/ Umfang verw. Daten	2	9	79	199	78	2	369	3,93	4	7,61
Wichtig. einges. quant./ stat. Verfahren	8	68	153	111	27	2	369	3,22	3	7,57
Wichtig. Anbiervielfalt	11	80	162	98	16	2	369	3,08	3	7,56
Wichtig. Kosten/Preis	14	64	135	107	47	2	369	3,30	3	7,59

Tabelle 46: Frage 11 – Extern bezogene Informationen/ Daten/ Prognosen: Wie wichtig sind Ihnen folgende Kriterien bei extern bezogenen/ zugekauften Informationen/ Daten/ Prognosen (z.B. makroökonomische Daten, Marktstudien)?¹²⁸²

¹²⁷⁹ Eigene Darstellung.

¹²⁸⁰ Eigene Darstellung.

¹²⁸¹ Eigene Darstellung.

	Eher		Teilweise			K.A.	Gesamt	Mittelwert	Median	Standardabweichung
	Unwichtig	unwichtig	wichtig	Eher wichtig	Sehr wichtig					
Wichtigk. Reputation	1	10	75	166	112	5	369	4,04	4	11,96
Wichtigk. spez. Branchen-Know-How	0	6	20	86	252	5	369	4,60	5	12,01
Wichtigk. PE-Erfahrung	5	24	79	149	107	5	369	3,90	4	11,95
Wichtigk. Qualit. bish. Zusammenarbeit	3	2	21	117	221	5	369	4,51	5	12,00
Wichtigk. regelm. Beraterwechsel	49	162	96	46	11	5	369	2,47	2	11,79
Wichtigk. Kosten/Preis	7	28	166	133	30	5	369	3,41	3	11,88
Wichtigk. Honorarstruktur	12	56	142	115	39	5	369	3,31	3	11,88
Wichtigk. spez. Mitarb./Personen	5	30	95	142	92	5	369	3,79	4	11,94
Wichtigk. Methodik/ Vorgehensweise	4	67	148	119	26	5	369	3,26	3	11,87
Wichtigk. Geschwindigkeit d. Mandat	2	12	72	172	106	5	369	4,01	4	11,95
Wichtigk. kurzfr. Verfügbarkeit	6	24	102	152	80	5	369	3,76	4	11,93

Tabelle 47: Frage 12 – Externe Berater: Worauf achten Sie bei der Wahl externer Berater (v.a. Unternehmensberatungen, Investmentbanken, Anwälte)?¹²⁸³

	Stimme					K.A.	Gesamt	Mittelwert	Median	Standardabweichung
	Stimme nicht zu	eher nicht zu	teilweise zu	eher zu	Stimme voll zu					
Grds. wichtiger als erg. v. quant. Mod.	6	25	122	150	63	3	369	3,65	4	9,27
Input für quant. Mod.	2	13	77	167	106	4	369	3,99	4	10,71
Validierung v. Mod.-Annahmen	1	15	60	184	105	4	369	4,03	4	10,71
Wird v. quant. Mod. Ergänzt	5	44	105	154	58	3	369	3,59	4	9,27
Ergänzt Erg. v. quant. Mod.	13	60	101	136	55	4	369	3,44	4	10,67
Kalibriert Erg. v. quant. Mod.	45	131	128	49	12	4	369	2,59	3	10,58
Gewichtung hängt v. Qual. quant. Mod.	40	96	135	66	27	5	369	2,85	3	11,84

Tabelle 48: Frage 13 – Experteneinschätzungen: Wie bewerten Sie die Ergebnisse quantitativer Modelle im Vergleich zu Expertenwissen bzw. Einschätzung von Experten (z.B. Branchenexperten und Erfahrungswerte)?¹²⁸⁴

	Nie	Selten	Gelegentlich	Eher häufig	Immer	K.A.	Gesamt	Mittelwert	Median	Standardabweichung
	Abgl. mit anderen Datenquellen	2	8	76	196	85				
Einf. Durchschnittsbildung	66	156	100	41	3	3	369	2,34	2	9,16
Gew. Durchschnittsbildung	69	136	114	39	7	4	369	2,39	2	10,56
Verteilungsbildung	41	102	128	83	9	6	369	2,77	3	12,93
Befr. weiterer Exp.	7	25	81	194	59	3	369	3,75	4	9,28
Erneute Befr. gleicher Exp.	80	96	118	56	13	6	369	2,52	3	12,90

Tabelle 49: Frage 14 – Abweichende Expertenangaben: Wie gehen Sie mit voneinander abweichenden Expertenangaben um?¹²⁸⁵

	Nie	Selten	Gelegentlich	Eher häufig	Immer	K.A.	Gesamt	Mittelwert	Median	Standardabweichung
	Allg. Mod. (z.B. GuV, CF, Markt)	0	3	8	31	322				
Benchmarks	1	4	40	149	169	6	369	4,33	4	13,11
Treiberbäume	20	53	110	125	52	9	369	3,38	3	15,85
Szenarien	0	5	28	108	222	6	369	4,51	5	13,13
Portfolio modellierungen	37	115	82	69	49	17	369	2,94	3	21,43

Tabelle 50: Frage 15 – Einsatz von Modellierungen: Wie häufig werden aus Ihrer Erfahrung folgende Modellierungen bei der Investitionsentscheidung/ Due Diligence eingesetzt?¹²⁸⁶

¹²⁸² Eigene Darstellung.

¹²⁸³ Eigene Darstellung.

¹²⁸⁴ Eigene Darstellung.

¹²⁸⁵ Eigene Darstellung.

¹²⁸⁶ Eigene Darstellung.

	Nie	Selten	Gelegentlich	Eher häufig	Immer	K.A.	Gesamt	Mittelwert	Median	Standardabweichung
LBO-Modell	36	24	44	74	151	40	369	3,85	4	32,04
DCF-Methoden	29	46	69	98	116	11	369	3,63	4	17,52
Ertragswert-Verfahren	34	52	93	103	57	30	369	3,29	3	28,02
Multiples (Markt)	3	7	21	98	226	14	369	4,51	5	19,82
Multiples (Transaktionen)	3	9	26	110	205	16	369	4,43	5	21,11
CAPM	71	86	84	48	31	49	369	2,63	2	34,55
Sum of Parts/ Zerschlagungswerte	40	67	119	85	26	32	369	2,97	3	28,76
Substanzwert/ Liquidationswert	57	93	100	57	35	27	369	2,77	3	26,56
Optionsbew.	111	124	63	30	7	34	369	2,10	2	29,30
Rendite (z.B. IRR)	6	12	37	75	222	17	369	4,41	5	21,73
Bewertungsverfahren (Max)	0	0	3	46	311	9	369	4,86	5	16,05

Tabelle 51: Frage 16 – Einsatz von Bewertungsverfahren: Wie häufig werden aus Ihrer Erfahrung folgende Bewertungsverfahren bei der Investitionsentscheidung/ Due Diligence eingesetzt?¹²⁸⁷

	Nie	Selten	Gelegentlich	Eher häufig	Immer	K.A.	Gesamt	Mittelwert	Median	Standardabweichung
Einf. Verfahren	70	78	110	78	15	18	369	2,69	3	21,96
Kompl. Verfahren	150	122	54	15	4	24	369	1,84	2	24,92
Simulationsverfahren	119	134	62	24	5	25	369	2,02	2	25,44
Nicht-lin. Optimierungsverf.	201	103	22	8	2	33	369	1,53	1	28,74

Tabelle 52: Frage 17 – Einsatz statistischer Methoden: Wie häufig werden aus Ihrer Erfahrung folgende statistische Methoden bei der Investitionsentscheidung/ Due Diligence eingesetzt?¹²⁸⁸

	Nie	Selten	Gelegentlich	Eher häufig	Immer	K.A.	Gesamt	Mittelwert	Median	Standardabweichung
Allg. Meth.	5	9	37	113	196	9	369	4,35	5	15,99
Systemat. Meth.	43	76	105	83	48	14	369	3,05	3	19,56

Tabelle 53: Frage 18 – Einsatz von qualitativen Methoden: Wie häufig werden aus Ihrer Erfahrung folgende qualitative Methoden bei der Investitionsentscheidung/ Due Diligence eingesetzt?¹²⁸⁹

	Stimme					K.A.	Gesamt	Mittelwert	Median	Standardabweichung
	Stimme nicht zu	eher nicht zu	Stimme teilweise zu	Stimme eher zu	Stimme voll zu					
Fehlende Kenntnisse	32	71	125	104	30	7	369	3,08	3	13,99
Zu hoher Zeitaufw.	23	57	106	146	30	7	369	3,28	3	14,01
Fehlende Ressourcen	32	84	112	106	28	7	369	3,04	3	13,98
Mang. Datenverf.	12	33	97	148	72	7	369	3,65	4	14,06
Zu ger. Datenumfang	10	24	88	156	84	7	369	3,77	4	14,07
Zu hohe Kosten	34	126	103	74	23	9	369	2,79	3	15,76
Kein sign. Mehrwert f. Entsch.-Qual.	10	38	96	134	83	8	369	3,67	4	15,01
Vergangenheitsbezug	12	47	102	137	63	8	369	3,53	4	14,99
Fehlende Softwarekenntnisse	29	62	122	86	62	8	369	3,25	3	14,96
Keine/ begr. Praxisrelevanz	9	37	102	127	86	8	369	3,68	4	15,01

Tabelle 54: Frage 19 – Einsatz statistischer Methoden: Welchen Gründen für einen begrenzten Einsatz statistischer Methoden bei der Investitionsentscheidung/ Due Diligence stimmen Sie zu?¹²⁹⁰

¹²⁸⁷ Eigene Darstellung.

¹²⁸⁸ Eigene Darstellung.

¹²⁸⁹ Eigene Darstellung.

¹²⁹⁰ Eigene Darstellung.

	Eher		Teilweise		K.A.	Gesamt	Mittelwert	Median	Standardabweichung	
	Unwichtig	unwichtig	wichtig	Eher wichtig						Sehr wichtig
Dealerfahrung	0	3	15	106	245	0	369	4,61	5	0,61
Branchenerfahrung	0	7	89	143	130	0	369	4,07	4	0,82
Managementenerfahrung	2	15	83	158	111	0	369	3,98	4	0,86
Math./stat. Kenntnisse	35	139	136	48	11	0	369	2,62	3	0,93
Finanzierungskennntnisse	1	11	65	189	103	0	369	4,04	4	0,77
Kenntn. über Unternehmensbew.	1	20	69	176	103	0	369	3,98	4	0,84
Kenntn. über Rechnungslegung	5	42	122	150	50	0	369	3,54	4	0,91
VWL Kenntn.	8	55	142	130	34	0	369	3,34	3	0,92
Netzwerk in PE Branche	7	29	77	140	116	0	369	3,89	4	1,00
Netzwerk in Branche d. Zielunt.	1	27	89	149	103	0	369	3,88	4	0,91
Netzwerk zu Banken	10	45	123	125	66	0	369	3,52	4	1,01
Netzwerk zu Beratern	8	45	136	136	44	0	369	3,44	3	0,93
Reputation d. PE Gesellschaft	5	18	89	161	96	0	369	3,88	4	0,90
Verhandlungsgeschick	1	6	34	148	180	0	369	4,36	4	0,74
Timing von Deals	1	3	39	117	209	0	369	4,44	5	0,73
Allg. Geschäftsverständnis	0	5	36	165	163	0	369	4,32	4	0,70
Intuition	3	25	94	132	115	0	369	3,90	4	0,95
Struktur (z.B. Arbeitsweise)	2	27	115	163	62	0	369	3,69	4	0,85
Kreativität	1	20	105	152	91	0	369	3,85	4	0,87
Geschwindigkeit	1	18	83	167	99	1	369	3,94	4	5,42
Kommunikationskenntnisse	1	9	49	152	158	0	369	4,24	4	0,79
Kenntn. in MS Office	19	59	113	111	67	0	369	3,40	3	1,11
Kenntn. in stat. Programmen	137	150	68	10	4	0	369	1,90	2	0,87
Kenntn. in math. Programmen	162	148	44	9	5	1	369	1,77	2	5,31

Tabelle 55: Frage 20 – Wie wichtig schätzen Sie folgende Faktoren für die erfolgreiche Arbeit im Private Equity ein?¹²⁹¹

%	Gewicht weicher Faktoren	Gewicht quantitativer Faktoren
Durchschnitt	62,68	37,32
Median	60,00	40,00
Min	20,00	0,00
Max	100,00	80,00
Anzahl Antworten	366	366
Keine Angabe	3	3
Gesamt	369	369

Tabelle 56: Frage 21 – 'Weiche' Faktoren vs. quantitative Methoden: Wie würden Sie die Gewichtung von 'weichen' Faktoren (Erfahrung/ Expertenwissen) im Vergleich zur Gewichtung quantitativer Methoden bei der Investitionsentscheidung einschätzen? (bitte geben Sie Ihre ungefähre Gewichtung in Prozent an - Summe 100%; Beispiel: 60/40).¹²⁹²

¹²⁹¹ Eigene Darstellung.

¹²⁹² Eigene Darstellung.

Abschließende Bewertung: Bitte geben Sie an, inwieweit Sie den folgenden Aussagen zustimmen.

	Stimme nicht zu	Stimme eher nicht zu	Stimme teilweise zu	Stimme eher zu	Stimme voll zu	K.A.	Gesamt	Mittelwert	Median	Standardabweichung
Steigerung der Qualität der Investitionsentscheidung durch stärkeren Einsatz quantitativer/ statistischer Methoden	36	142	140	42	9	0	369	2,58	3	0,90
Quantitative/ statistische Methoden werden bei der Investitionsentscheidung zu wenig eingesetzt	28	142	114	71	14	0	369	2,73	3	0,98
Die Investitionsentscheidung ist meist von quantitativer Grundlage losgelöst	58	108	83	94	25	1	369	2,78	3	5,43
Die Investitionsentscheidung wird grundsätzlich mehr auf Basis persönlicher Erfahrung/ Dealerfahrung als auf quantitativen Modellen gefällt	16	64	119	123	46	1	369	3,32	3	5,43
Für eine gute Investitionsentscheidung ist persönliche Erfahrung wichtiger als das Ergebnis quantitativer Modelle	4	68	124	114	57	2	369	3,41	3	7,59
Die Investitionsentscheidung wird zu einem großem Teil von nicht quantitativen Größen bestimmt	3	25	80	160	99	2	369	3,89	4	7,62
Unnötige Komplexität durch verstärkten Einsatz quantitativer Methoden	12	94	137	99	25	2	369	3,08	3	7,57
Unnötig viele Ressourcen durch verstärkten Einsatz quantitativer Methoden	12	104	130	94	28	1	369	3,06	3	5,40
Unnötig hohe Kosten durch verstärkten Einsatz quantitativer Methoden	18	126	140	62	21	2	369	2,84	3	7,55
Bieterprozess zwingt zum Abweichen von ursprünglichen Kaufpreis	22	63	123	123	30	8	369	3,21	3	14,94
Erfolgreiche Beteiligungen sind Folge unzureichender/ begrenzter quantitativer Arbeit	106	153	80	24	4	2	369	2,09	2	7,49

Tabelle 57: Frage 22 – Abschließende Bewertung: Bitte geben Sie an, inwieweit Sie den folgenden Aussagen zustimmen.¹²⁹³

¹²⁹³ Eigene Darstellung.

3 Auswertungsanhang

3.1 Binomialtest für Zustimmungsquote

Variable	Binomial-Test											Ergebnis (alpha = 0,05)	Ergebnis (alpha = 0,10)
	Kategorie		N				Test Prop.	Exact Sig. (2-tailed)	Exact Sig. (1-tailed)				
	Gruppe 1	Gruppe 2	Gruppe 1	Gruppe 2	Total	Fehlende Werte	Gruppe 1	Gruppe 1	Gruppe 1				
Investitionsrisiken - Markt	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	159	207	366	3	0,50	0,014	0,007			Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Investitionsrisiken - Wettbewerb	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	164	202	366	3	0,50	0,053	0,026			Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Investitionsrisiken - Umsatz	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	126	240	366	3	0,50	0,000	0,000			Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Investitionsrisiken - Kosten	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	230	135	365	4	0,50	0,000	0,000			Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Investitionsrisiken - Verschuldungsgrad	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	243	121	364	5	0,50	0,000	0,000			Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Investitionsrisiken - Unternehmenserfolge	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	133	233	366	3	0,50	0,000	0,000			Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Investitionsrisiken - Produkte	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	205	161	366	3	0,50	0,024	0,012			Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Investitionsrisiken - Managementqualität	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	90	276	366	3	0,50	0,000	0,000			Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Investitionsrisiken - Investitionsplanung	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	250	116	366	3	0,50	0,000	0,000			Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Investitionsrisiken - Rechtsverhältnisse	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	288	78	366	3	0,50	0,000	0,000			Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Investitionsrisiken - Regulation/ Politik	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	248	118	366	3	0,50	0,000	0,000			Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Investitionsrisiken - EXT-Optionen	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	169	197	366	3	0,50	0,158	0,079			Keine Signifikanz	Zustimmung signifikant >50%
Investitionsrisiken - Pot. Poison Pills	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	310	54	364	5	0,50	0,000	0,000			Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Investitionsrisiken - Steuern	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	322	44	366	3	0,50	0,000	0,000			Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
DD-Risikoidentifikation - Markt	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	201	167	368	1	0,50	0,085	0,043			Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
DD-Risikoidentifikation - Wettbewerb	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	142	226	368	1	0,50	0,000	0,000			Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
DD-Risikoidentifikation - Umsatz	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	235	133	368	1	0,50	0,000	0,000			Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
DD-Risikoidentifikation - Kosten	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	153	215	368	1	0,50	0,001	0,001			Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
DD-Risikoidentifikation - Verschuldungsgrad	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	120	247	367	2	0,50	0,000	0,000			Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
DD-Risikoidentifikation - Unternehmenserfolge	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	154	214	368	1	0,50	0,002	0,001			Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
DD-Risikoidentifikation - Produkte	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	126	242	368	1	0,50	0,000	0,000			Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
DD-Risikoidentifikation - Managementqualität	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	212	156	368	1	0,50	0,004	0,002			Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
DD-Risikoidentifikation - Investitionsplanung	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	148	220	368	1	0,50	0,000	0,000			Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
DD-Risikoidentifikation - Rechtsverhältnisse	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	100	268	368	1	0,50	0,000	0,000			Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
DD-Risikoidentifikation - Regulation/ Politik	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	193	175	368	1	0,50	0,376	0,188			Keine Signifikanz	Keine Signifikanz
DD-Risikoidentifikation - EXT-Optionen	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	273	95	368	1	0,50	0,000	0,000			Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
DD-Risikoidentifikation - Pot. Poison Pills	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	201	165	366	3	0,50	0,067	0,034			Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
DD-Risikoidentifikation - Steuern	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	129	238	367	2	0,50	0,000	0,000			Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Prognoseeignung - Comm / Strat. DD	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	118	249	367	2	0,50	0,000	0,000			Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Prognoseeignung - Oper/ Techn. DD	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	83	280	363	6	0,50	0,000	0,000			Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Prognoseeignung - Financial DD	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	56	305	361	8	0,50	0,000	0,000			Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Prognoseeignung - Legal DD	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	57	298	355	14	0,50	0,000	0,000			Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Prognoseeignung - Tax DD	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	78	273	351	18	0,50	0,000	0,000			Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Prognoseeignung - VDD	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	238	114	352	17	0,50	0,000	0,000			Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Prognoseeignung - Sonstige DD	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	147	104	251	118	0,50	0,008	0,004			Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Red Flag Identifikation - Comm / Strat. DD	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	169	190	359	10	0,50	0,291	0,146			Keine Signifikanz	Keine Signifikanz
Red Flag Identifikation - Oper/ Techn. DD	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	175	176	351	18	0,50	1,000	0,500			Keine Signifikanz	Keine Signifikanz
Red Flag Identifikation - Financial DD	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	162	187	349	20	0,50	0,199	0,099			Keine Signifikanz	Zustimmung signifikant >50%
Red Flag Identifikation - Legal DD	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	220	122	342	27	0,50	0,000	0,000			Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Red Flag Identifikation - Tax DD	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	260	81	341	28	0,50	0,000	0,000			Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Red Flag Identifikation - VDD	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	258	75	333	36	0,50	0,000	0,000			Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Red Flag Identifikation - Sonstige DD	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	182	59	241	128	0,50	0,000	0,000			Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Wichtigkeit DD-Kriterien - Detailgrad	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	178	191	369	0	0,50	0,532	0,266			Keine Signifikanz	Keine Signifikanz
Wichtigkeit DD-Kriterien - Fokus wsl. Fragestellungen	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	24	345	369	0	0,50	0,000	0,000			Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Wichtigkeit DD-Kriterien - Ergebnisorientierung	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	36	333	369	0	0,50	0,000	0,000			Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Wichtigkeit DD-Kriterien - Nachvollziehbarkeit d. Berechnungen	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	141	228	369	0	0,50	0,000	0,000			Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Wichtigkeit DD-Kriterien - Verständlichkeit	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	43	326	369	0	0,50	0,000	0,000			Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Wichtigkeit DD-Kriterien - Berechnungsmethoden	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	199	169	368	1	0,50	0,130	0,065			Keine Signifikanz	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Wichtigkeit DD-Kriterien - Abdeckung aller Fragen	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	218	151	369	0	0,50	0,001	0,000			Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Wichtigkeit DD-Kriterien - Dokumentstruktur	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	231	138	369	0	0,50	0,000	0,000			Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Wichtigkeit DD-Kriterien - Umfang/ Art Datenquellen	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	188	181	369	0	0,50	0,755	0,377			Keine Signifikanz	Keine Signifikanz
Zweck/ Rolle quant. M. - zentr. Entscheidungsgrundlage	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	116	249	365	4	0,50	0,000	0,000			Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Zweck/ Rolle quant. M. - Risiko einschätzung	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	138	226	364	5	0,50	0,000	0,000			Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Zweck/ Rolle quant. M. - Sensitivitäten	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	82	283	365	4	0,50	0,000	0,000			Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Zweck/ Rolle quant. M. - Informationsumsetzung im entscheidungsgral. Zahlen	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	102	263	365	4	0,50	0,000	0,000			Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Zweck/ Rolle quant. M. - Verhandlungsunterstützung	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	155	210	365	4	0,50	0,005	0,002			Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Zweck/ Rolle quant. M. - Ergebnisrechtfertigung	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	169	196	365	4	0,50	0,173	0,087			Keine Signifikanz	Zustimmung signifikant >50%
Zweck/ Rolle quant. M. - Entscheidungsunterstützung	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	110	254	364	5	0,50	0,000	0,000			Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%

Anhang

Variable	Kategorie		Binomial-Test				Test Prop.	Exact Sig. (2-tailed)	Exact Sig. (1-tailed)	Ergebnis (alpha = 0,05)	Ergebnis (alpha = 0,10)
			N		Fehlende Werte	Gruppe 1					
	Gruppe 1	Gruppe 2	Gruppe 1	Gruppe 2			Total				
Anforderungen an quant. Mod. - fallabh. Aufbau	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	111	229	340	29	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Anforderungen an quant. Mod. - quant./stat. Fundierung	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	264	80	344	25	0,50	0,000	0,000	Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Anforderungen an quant. Mod. - Nachvollziehbarkeit d. Berechnungen	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	92	256	348	21	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Anforderungen an quant. Mod. - Übersichtlichkeit d. Ergebnisse	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	52	298	350	19	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Anforderungen an quant. Mod. - klar sichtbare Annahmen	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	55	293	348	21	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Anforderungen an quant. Mod. - Durchführ. v. Sensitivitäten	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	93	249	342	27	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Anforderungen an quant. Mod. - Flexibilität	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	124	220	344	25	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Wichtigkeit Informationsquellen - Datenraum	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	40	328	368	1	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Wichtigkeit Informationsquellen - Interne Marktstudien	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	145	223	368	1	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Wichtigkeit Informationsquellen - Managementinterviews	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	26	342	368	1	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Wichtigkeit Informationsquellen - Vertriebsinterviews	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	125	243	368	1	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Wichtigkeit Informationsquellen - Kundenbefr.	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	72	296	368	1	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Wichtigkeit Informationsquellen - Zuliefererbefr.	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	162	206	368	1	0,50	0,025	0,012	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Wichtigkeit Informationsquellen - Befr. v. Branchenexperten	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	52	316	368	1	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Wichtigkeit Informationsquellen - Wettbewerberbefr.	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	152	216	368	1	0,50	0,001	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Wichtigkeit Informationsquellen - Information Memo.	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	199	167	366	3	0,50	0,105	0,053	Keine Signifikanz	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Wichtigkeit Informationsquellen - Managementplan	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	91	276	367	2	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Wichtigkeit Informationsquellen - VDD	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	231	135	366	3	0,50	0,000	0,000	Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Wichtigkeit Informationsquellen - Ext. Marktstudien/ Daten	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	119	249	368	1	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Wichtigkeit Informationsquellen - Wirt. Indikatoren	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	216	152	368	1	0,50	0,001	0,000	Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Wichtigkeit Informationsquellen - Makroök. Daten	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	232	136	368	1	0,50	0,000	0,000	Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Ext. Inform./ Daten - Wichtig. Reputation d. Anbieters	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	71	297	368	1	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Ext. Inform./ Daten - Wichtig. verwendeter Datenquellen	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	72	295	367	2	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Ext. Inform./ Daten - Wichtig. An/ Umfang verw. Daten	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	90	277	367	2	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Ext. Inform./ Daten - Wichtig. einges. quant./stat. Verfahren	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	229	138	367	2	0,50	0,000	0,000	Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Ext. Inform./ Daten - Wichtig. Anbieterverfallt	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	253	114	367	2	0,50	0,000	0,000	Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Ext. Inform./ Daten - Wichtig. Kosten/ Preis	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	213	154	367	2	0,50	0,002	0,001	Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Ext. Berater - Wichtig. Reputation	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	86	278	364	5	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Ext. Berater - Wichtig. spez. Branchen-Know-How	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	26	338	364	5	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Ext. Berater - Wichtig. PE-Erfahrung	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	108	256	364	5	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Ext. Berater - Wichtig. Qualit. bish. Zusammenarbeit	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	26	338	364	5	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Ext. Berater - Wichtig. regelm. Beraterwechsel	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	307	57	364	5	0,50	0,000	0,000	Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Ext. Berater - Wichtig. Kosten/Preis	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	201	163	364	5	0,50	0,052	0,026	Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Ext. Berater - Wichtig. Honorarstruktur	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	110	154	364	5	0,50	0,004	0,002	Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Ext. Berater - Wichtig. spez. Mitarbeit/ Personen	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	230	134	364	5	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Ext. Berater - Wichtig. Methodik/ Vorgehensweise	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	219	145	364	5	0,50	0,000	0,000	Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Ext. Berater - Wichtig. Geschwindigkeit d. Mandatbearb.	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	86	278	364	5	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Ext. Berater - Wichtig. kurzfr. Verfügbarkeit	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	132	232	364	5	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Bewertung Expertenwissen - grds. wichtiger als erg. v. quant. Mod.	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	153	213	366	3	0,50	0,002	0,001	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Bewertung Expertenwissen - Input für quant. Mod.	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	92	273	365	4	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Bewertung Expertenwissen - Validierung v. Mod.-Annahmen	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	76	289	365	4	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Bewertung Expertenwissen - wird v. quant. Mod. ergänzt	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	154	212	366	3	0,50	0,003	0,001	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Bewertung Expertenwissen - ergänzt Erg. v. quant. Mod.	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	174	191	365	4	0,50	0,402	0,201	Keine Signifikanz	Keine Signifikanz
Bewertung Expertenwissen - kalibriert Erg. v. quant. Mod.	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	304	61	365	4	0,50	0,000	0,000	Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Bewertung Expertenwissen - Gewichtung hängt v. Qual. quant. Mod. ab	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	271	93	364	5	0,50	0,000	0,000	Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Abw. Expertenangaben - Abgl. mit anderen Datenquellen	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	86	281	367	2	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Abw. Expertenangaben - Einf. Durchschnittsbildung	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	322	44	366	3	0,50	0,000	0,000	Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Abw. Expertenangaben - Gew. Durchschnittsbildung	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	319	46	365	4	0,50	0,000	0,000	Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Abw. Expertenangaben - Verteilungsbildung	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	271	92	363	6	0,50	0,000	0,000	Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Abw. Expertenangaben - Befr. weiterer Exp.	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	113	253	366	3	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Abw. Expertenangaben - Erneute Befr. gleicher Exp.	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	294	69	363	6	0,50	0,000	0,000	Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Einsatz Modellierungen - allg. Mod. (z.B. GuV, CF, Markt)	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	11	353	364	5	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Einsatz Modellierungen - Benchmarks	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	45	318	363	6	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Einsatz Modellierungen - Treiberbäume	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	183	177	360	9	0,50	0,792	0,396	Keine Signifikanz	Keine Signifikanz
Einsatz Modellierungen - Szenarien	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	33	330	363	6	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Einsatz Modellierungen - Portfoliomodellierungen	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	234	118	352	17	0,50	0,000	0,000	Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Einsatz Modellierungen (Max)	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	2	362	364	5	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Einsatz Bewertungsverfahren - LBO-Modell	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	104	225	329	40	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Einsatz Bewertungsverfahren - DCF-Methoden	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	144	214	358	11	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Einsatz Bewertungsverfahren - Ertragswert-Verfahren	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	179	160	339	30	0,50	0,328	0,164	Keine Signifikanz	Keine Signifikanz
Einsatz Bewertungsverfahren - Multiples (Markt)	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	31	324	355	14	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Einsatz Bewertungsverfahren - Multiples (Transaktionen)	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	38	315	353	16	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Einsatz Bewertungsverfahren - CAPM	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	241	79	320	49	0,50	0,000	0,000	Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Einsatz Bewertungsverfahren - Sum of Parts/ Zerschlagungswerte	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	226	111	337	32	0,50	0,000	0,000	Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Einsatz Bewertungsverfahren - Substanzwert/ Liquidationswert	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	250	92	342	27	0,50	0,000	0,000	Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Einsatz Bewertungsverfahren - Optionsbew.	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	298	37	335	34	0,50	0,000	0,000	Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Einsatz Bewertungsverfahren - Rendite (z.B. IRR)	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	55	297	352	17	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%

Variable	Kategorie		N				Test Prop.	Exact Sig. (2-tailed)	Exact Sig. (1-tailed)	Ergebnis (alpha = 0,05)	Ergebnis (alpha = 0,10)
	Gruppe 1	Gruppe 2	N			Fehlende Werte					
			Gruppe 1	Gruppe 2	Total						
Bewertungsverfahren (Max)	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	3	357	360	9	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Einsatzstat. Meth. - einf. Verfahren	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	258	93	351	18	0,50	0,000	0,000	Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Einsatzstat. Meth. - kompl. Verfahren	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	326	19	345	24	0,50	0,000	0,000	Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Einsatzstat. Meth. - Simulationsverfahren	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	315	29	344	25	0,50	0,000	0,000	Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Einsatzstat. Meth. - Nicht-lin. Optimierungsverf.	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	326	10	336	33	0,50	0,000	0,000	Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Einsatzstat. Meth. (Max)	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	246	106	352	17	0,50	0,000	0,000	Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Einsatzqualit. Meth. - allg. Meth.	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	51	309	360	9	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Einsatzqualit. Meth. - systemat. Meth.	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	224	131	355	14	0,50	0,000	0,000	Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Einsatzqualit. Meth. (Max)	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	44	316	360	9	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Begr. Einsatz. stat. Meth. - fehlende Kenntnisse	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	228	134	362	7	0,50	0,000	0,000	Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Begr. Einsatz. stat. Meth. - zu hoher Zeitaufw.	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	186	176	362	7	0,50	0,636	0,318	Keine Signifikanz	Keine Signifikanz
Begr. Einsatz. stat. Meth. - fehlende Ressourcen	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	228	134	362	7	0,50	0,000	0,000	Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Begr. Einsatz. stat. Meth. - mang. Datenverf.	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	142	220	362	7	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Begr. Einsatz. stat. Meth. - zu ger. Datenumfang	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	122	240	362	7	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Begr. Einsatz. stat. Meth. - zu hohe Kosten	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	263	97	360	9	0,50	0,000	0,000	Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Begr. Einsatz. stat. Meth. - kein sign. Mehrwert f. Entsch.-Qual.	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	144	217	361	8	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Begr. Einsatz. stat. Meth. - Vergangenheitsbezug	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	161	200	361	8	0,50	0,045	0,023	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Begr. Einsatz. stat. Meth. - fehlende Schwarzkenntnisse	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	213	148	361	8	0,50	0,001	0,000	Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Begr. Einsatz. stat. Meth. - keine/begr. Praxisrelevanz	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	148	213	361	8	0,50	0,001	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
PE-Erfolgsfaktoren - Dealerfahrung	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	18	351	369	0	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
PE-Erfolgsfaktoren - Branchenerfahrung	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	96	273	369	0	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
PE-Erfolgsfaktoren - Managementenerfahrung	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	100	269	369	0	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
PE-Erfolgsfaktoren - math./stat. Kenntnisse	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	310	59	369	0	0,50	0,000	0,000	Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
PE-Erfolgsfaktoren - Finanzierungskenntnisse	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	77	292	369	0	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
PE-Erfolgsfaktoren - Kennn. über Unternehmensbew.	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	90	279	369	0	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
PE-Erfolgsfaktoren - Kennn. über Rechnungslegung	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	169	200	369	0	0,50	0,118	0,059	Keine Signifikanz	Zustimmung signifikant >50%
PE-Erfolgsfaktoren - VWL. Kennn.	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	205	164	369	0	0,50	0,037	0,019	Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
PE-Erfolgsfaktoren - Netzwerk in PE Branche	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	113	256	369	0	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
PE-Erfolgsfaktoren - Netzwerk in Branche d. Zielunt.	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	117	252	369	0	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
PE-Erfolgsfaktoren - Netzwerk zu Banken	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	178	191	369	0	0,50	0,532	0,266	Keine Signifikanz	Keine Signifikanz
PE-Erfolgsfaktoren - Netzwerk zu Beratern	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	189	180	369	0	0,50	0,677	0,339	Keine Signifikanz	Keine Signifikanz
PE-Erfolgsfaktoren - Reputation d. PE Gesellschaft	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	112	257	369	0	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
PE-Erfolgsfaktoren - Verhandlungsgeschick	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	41	328	369	0	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
PE-Erfolgsfaktoren - Timing von Deals	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	43	326	369	0	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
PE-Erfolgsfaktoren - Allg. Geschäftsverständnis	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	41	328	369	0	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
PE-Erfolgsfaktoren - Intuition	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	122	247	369	0	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
PE-Erfolgsfaktoren - Struktur (zB. Arbeitsweise)	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	144	225	369	0	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
PE-Erfolgsfaktoren - Kreativität	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	126	243	369	0	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
PE-Erfolgsfaktoren - Geschwindigkeit	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	102	266	368	1	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
PE-Erfolgsfaktoren - Kommunikationskenntnisse	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	59	310	369	0	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
PE-Erfolgsfaktoren - Kennn. in MS Office	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	191	178	369	0	0,50	0,532	0,266	Keine Signifikanz	Keine Signifikanz
PE-Erfolgsfaktoren - Kennn. in stat. Programmen	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	355	14	369	0	0,50	0,000	0,000	Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
PE-Erfolgsfaktoren - Kennn. in math. Programmen	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	354	14	368	1	0,50	0,000	0,000	Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Weiche Erfolgsfaktoren (Durchschnitt)	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	8	361	369	0	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Betriebswirtschaftliche Kenntnisse (Durchschnitt)	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	67	302	369	0	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Quantitative Erfolgsfaktoren (Durchschnitt)	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	199	170	369	0	0,50	0,145	0,072	Keine Signifikanz	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Abschließende Bewertung - Steigerung der Qualität der Investitionsentscheidung durch stärkeren Einsatz quantitativer/statistischer Methoden	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	318	51	369	0	0,50	0,000	0,000	Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Abschließende Bewertung - quantitative/statistische Methoden werden bei der Investitionsentscheidung zu wenig eingesetzt	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	284	85	369	0	0,50	0,000	0,000	Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Abschließende Bewertung - die Investitionsentscheidung ist meist von quantitativer Grundlage losgelöst	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	249	119	368	1	0,50	0,000	0,000	Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Abschließende Bewertung - die Investitionsentscheidung wird grundsätzlich mehr auf Basis persönlicher Erfahrung/Dealerfahrung als auf quantitativen Modellen gefallt	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	199	169	368	1	0,50	0,130	0,065	Keine Signifikanz	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Abschließende Bewertung - für eine gute Investitionsentscheidung ist persönliche Erfahrung wichtiger als das Ergebnis quantitativer Modelle	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	196	171	367	2	0,50	0,210	0,105	Keine Signifikanz	Keine Signifikanz
Abschließende Bewertung - die Investitionsentscheidung wird zu einem großem Teil von nicht quantitativen Größen bestimmt	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	108	259	367	2	0,50	0,000	0,000	Zustimmung signifikant >50%	Zustimmung signifikant >50%
Abschließende Bewertung - unnötige Komplexität durch verstärkten Einsatz quantitativer Methoden	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	243	124	367	2	0,50	0,000	0,000	Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Abschließende Bewertung - unnötig viele Ressourcen durch verstärkten Einsatz quantitativer Methoden	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	246	122	368	1	0,50	0,000	0,000	Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Abschließende Bewertung - unnötig hohe Kosten durch verstärkten Einsatz quantitativer Methoden	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	284	83	367	2	0,50	0,000	0,000	Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Abschließende Bewertung - Bieterprozess zwingt zum Abweichen von ursprünglichen Kaufpreis	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	208	153	361	8	0,50	0,004	0,002	Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%
Abschließende Bewertung - ergebnislose Beteiligungen sind Folge unzureichender/begrenzter quantitativer Arbeit	Nicht-Zustimmung (Werte <= 3)	Zustimmung (Werte > 3)	339	28	367	2	0,50	0,000	0,000	Nicht-Zustimmung signifikant >50%	Nicht-Zustimmung signifikant >50%

Tabelle 58: Binomialtest auf Zustimmungquote.¹²⁹⁴

¹²⁹⁴ Eigene Darstellung.

3.2 Ergebnisse des Xi-Quadrat-Tests auf Normalverteilung für zu optimistische Verkäuferangaben

Test Statistics

	Sell-Side Info/ zu optimistisch - Unternehmen swert	Sell-Side Info/ zu optimistisch - Markt	Sell-Side Info/ zu optimistisch - Umsatz	Sell-Side Info/ zu optimistisch - Kosten	Sell-Side Info/ zu optimistisch - Unternehmen serfolge	Sell-Side Info/ zu optimistisch - Management qualität	Sell-Side Info/ zu optimistisch - Investitionspl anung	Sell-Side Info/ zu optimistisch - Rechtsverhält nisse
Chi-Square	576,297 ^a	532,619 ^b	386,740 ^c	468,339 ^d	457,302 ^e	381,907 ^f	440,748 ^g	341,094 ^h
df	24	23	18	22	24	23	23	21
Asymp. Sig.	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000

a. 0 cells (.0%) have expected frequencies less than 5. The minimum expected cell frequency is 12,7.

b. 0 cells (.0%) have expected frequencies less than 5. The minimum expected cell frequency is 13,1.

c. 0 cells (.0%) have expected frequencies less than 5. The minimum expected cell frequency is 16,8.

d. 0 cells (.0%) have expected frequencies less than 5. The minimum expected cell frequency is 13,6.

e. 0 cells (.0%) have expected frequencies less than 5. The minimum expected cell frequency is 12,6.

f. 0 cells (.0%) have expected frequencies less than 5. The minimum expected cell frequency is 12,1.

g. 0 cells (.0%) have expected frequencies less than 5. The minimum expected cell frequency is 12,9.

h. 0 cells (.0%) have expected frequencies less than 5. The minimum expected cell frequency is 11,6.

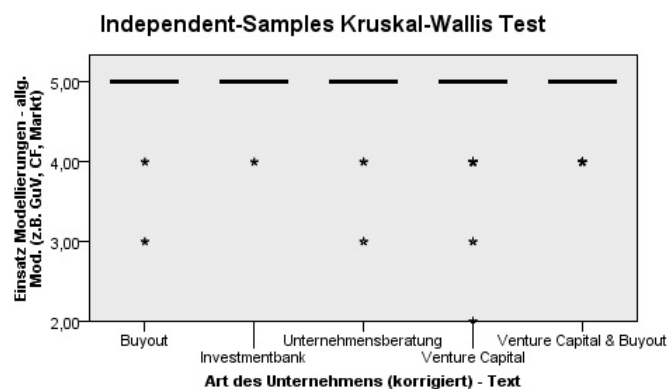
Abbildung 58: Ergebnisse des Xi-Quadrat-Tests auf Normalverteilung für zu optimistische Verkäuferangaben.¹²⁹⁵

¹²⁹⁵ SPSS-Ausgabe.

3.3 Detaillierte Ergebnisse des Kruskal-Wallis-Tests zum Einsatz quantitativer Methoden nach Unternehmensart (nur Variablen mit signifikanten Unterschieden nach Unternehmensart)

Einsatz von Modellierungen

- Allgemeine Modellierungen (z.B. GuV, CF, Markt)



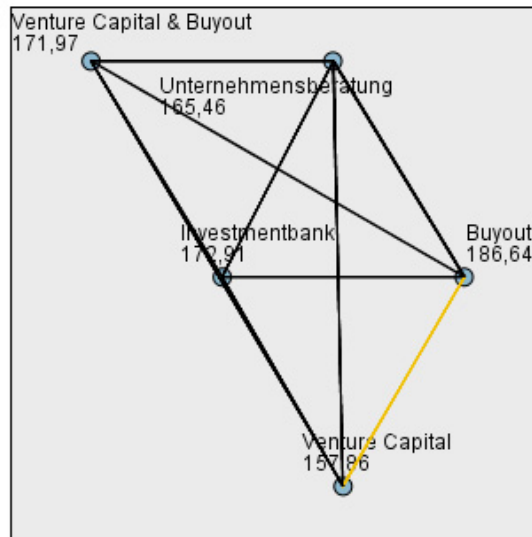
Total N	344
Test Statistic	15,146
Degrees of Freedom	4
Asymptotic Sig. (2-sided test)	,004

1. The test statistic is adjusted for ties.

Abbildung 59: Ergebnis des Kruskal-Wallis-Tests für den Einsatz allgemeiner Modellierungen nach Unternehmensart.¹²⁹⁶

¹²⁹⁶ SPSS-Ausgabe.

Pairwise Comparisons of Art des Unternehmens (korrigiert) - Text



Each node shows the sample average rank of Art des Unternehmens (korrigiert) - Text.

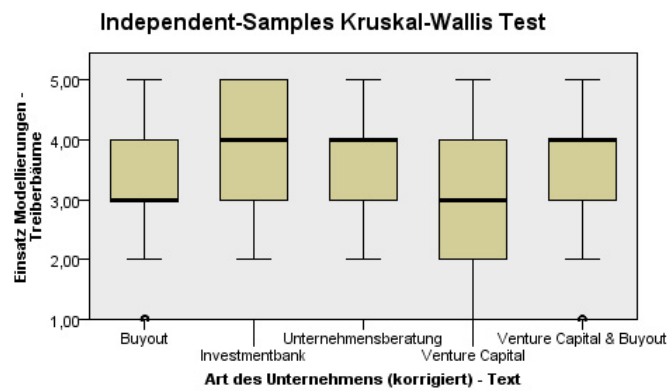
Sample1-Sample2	Test Statistic	Std. Error	Std. Test Statistic	Sig.	Adj.Sig.
Venture Capital-Unternehmensberatung	7,604	10,517	,723	,470	1,000
Venture Capital-Venture Capital & Buyout	-14,115	8,607	-1,640	,101	1,000
Venture Capital-Investmentbank	15,054	14,564	1,034	,301	1,000
Venture Capital-Buyout	28,784	7,595	3,790	,000	,002
Unternehmensberatung-Venture Capital & Buyout	-6,511	10,969	-,594	,553	1,000
Unternehmensberatung-Investmentbank	7,450	16,072	,464	,643	1,000
Unternehmensberatung-Buyout	21,180	10,193	2,078	,038	,377
Venture Capital & Buyout-Investmentbank	,939	14,893	,063	,950	1,000
Venture Capital & Buyout-Buyout	14,669	8,209	1,787	,074	,739
Investmentbank-Buyout	13,730	14,331	,958	,338	1,000

Each row tests the null hypothesis that the Sample 1 and Sample 2 distributions are the same. Asymptotic significances (2-sided tests) are displayed. The significance level is ,05.

Abbildung 60: Paarweiser Vergleich für Unterschiede im Einsatz allgemeiner Modellierungen nach Unternehmensart.¹²⁹⁷

¹²⁹⁷ SPSS-Ausgabe.

- Treiberbäume



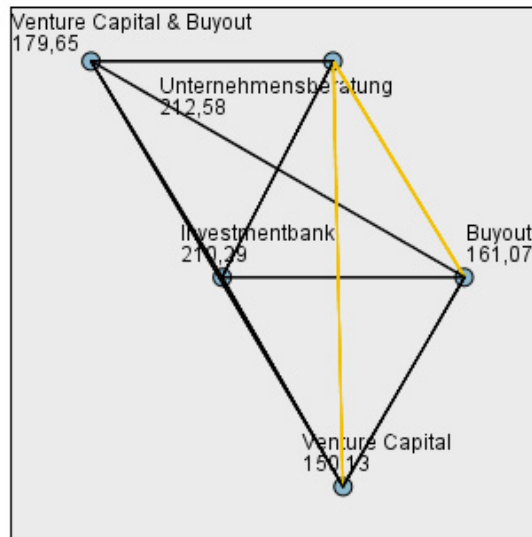
Total N	340
Test Statistic	16,843
Degrees of Freedom	4
Asymptotic Sig. (2-sided test)	,002

1. The test statistic is adjusted for ties.

Abbildung 61: Ergebnis des Kruskal-Wallis-Tests für den Einsatz von Treiberbäumen nach Unternehmensart.¹²⁹⁸

¹²⁹⁸ SPSS-Ausgabe.

Pairwise Comparisons of Art des Unternehmens (korrigiert) - Text



Each node shows the sample average rank of Art des Unternehmens (korrigiert) - Text.

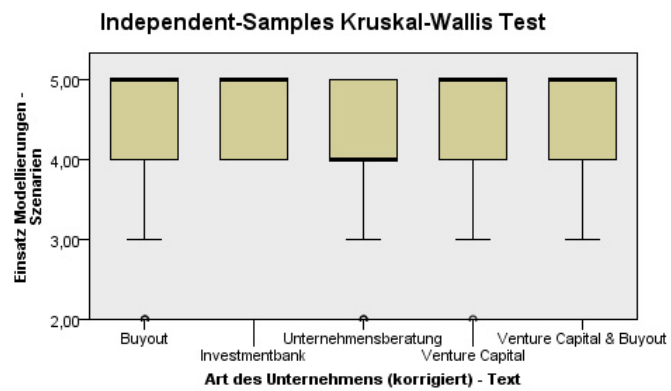
Sample1-Sample2	Test Statistic	Std. Error	Std. Test Statistic	Sig.	Adj.Sig.
Venture Capital-Buyout	10,935	13,140	,832	,405	1,000
Venture Capital-Venture Capital & Buyout	-29,519	14,853	-1,987	,047	,469
Venture Capital-Investmentbank	60,162	24,977	2,409	,016	,160
Venture Capital-Unternehmensberatung	62,445	18,093	3,451	,001	,006
Buyout-Venture Capital & Buyout	-18,584	14,032	-1,324	,185	1,000
Buyout-Investmentbank	-49,227	24,498	-2,009	,044	,445
Buyout-Unternehmensberatung	-51,510	17,424	-2,956	,003	,031
Venture Capital & Buyout-Investmentbank	30,643	25,458	1,204	,229	1,000
Venture Capital & Buyout-Unternehmensberatung	32,926	18,750	1,756	,079	,791
Investmentbank-Unternehmensberatung	-2,283	27,474	-,083	,934	1,000

Each row tests the null hypothesis that the Sample 1 and Sample 2 distributions are the same. Asymptotic significances (2-sided tests) are displayed. The significance level is ,05.

Abbildung 62: Paarweiser Vergleich für den Einsatz von Treiberbäumen nach Unternehmensart.¹²⁹⁹

¹²⁹⁹ SPSS-Ausgabe.

- Szenarien



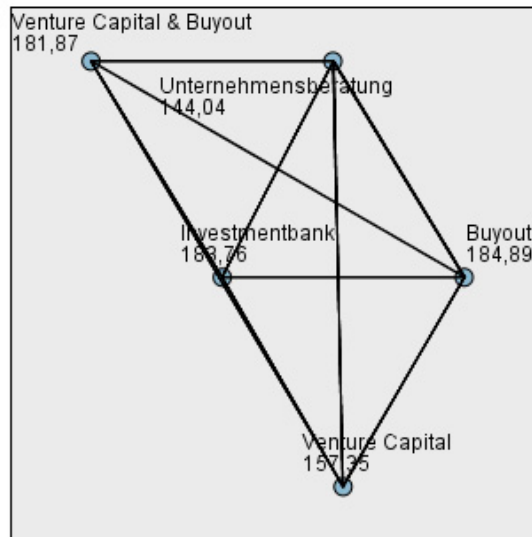
Total N	343
Test Statistic	10,923
Degrees of Freedom	4
Asymptotic Sig. (2-sided test)	,027

1. The test statistic is adjusted for ties.

Abbildung 63: Ergebnis des Kruskal-Wallis-Tests für den Einsatz von Szenarien nach Unternehmensart.¹³⁰⁰

¹³⁰⁰ SPSS-Ausgabe.

Pairwise Comparisons of Art des Unternehmens (korrigiert) - Text



Each node shows the sample average rank of Art des Unternehmens (korrigiert) - Text.

Sample1-Sample2	Test Statistic	Std. Error	Std. Test Statistic	Sig.	Adj.Sig.
Unternehmensberatung-Venture Capital	-13,313	16,308	-,816	,414	1,000
Unternehmensberatung-Venture Capital & Buyout	-37,831	16,982	-2,228	,026	,259
Unternehmensberatung-Investmentbank	39,726	24,883	1,597	,110	1,000
Unternehmensberatung-Buyout	40,853	15,781	2,589	,010	,096
Venture Capital-Venture Capital & Buyout	-24,519	13,357	-1,836	,066	,664
Venture Capital-Investmentbank	26,414	22,565	1,171	,242	1,000
Venture Capital-Buyout	27,541	11,793	2,335	,020	,195
Venture Capital & Buyout-Investmentbank	1,895	23,057	,082	,935	1,000
Venture Capital & Buyout-Buyout	3,022	12,708	,238	,812	1,000
Investmentbank-Buyout	1,127	22,187	,051	,959	1,000

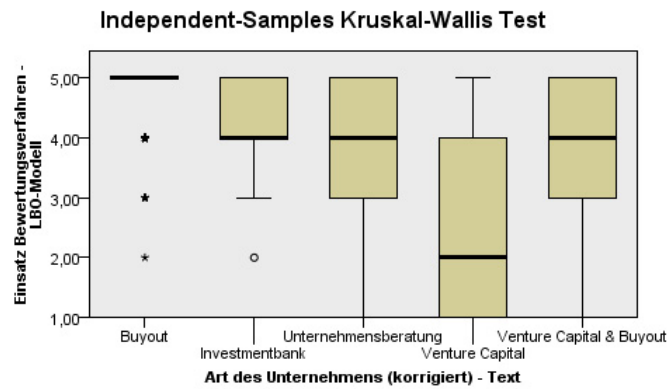
Each row tests the null hypothesis that the Sample 1 and Sample 2 distributions are the same. Asymptotic significances (2-sided tests) are displayed. The significance level is ,05.

Abbildung 64: Paarweiser Vergleich für den Einsatz von Szenarien nach Unternehmensart.¹³⁰¹

¹³⁰¹ SPSS-Ausgabe.

Einsatz von Unternehmensbewertungsverfahren

- LBO-Modelle



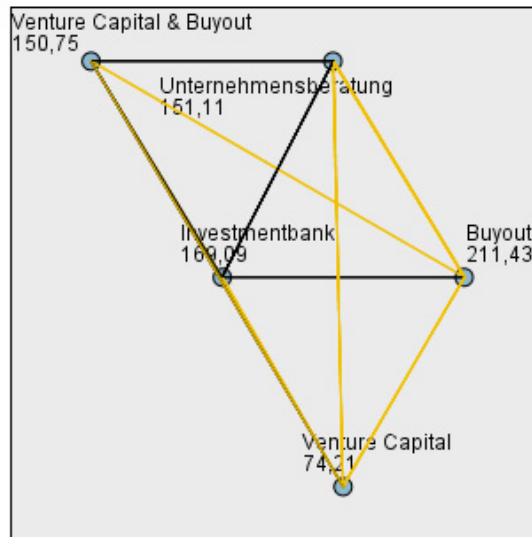
Total N	311
Test Statistic	124,993
Degrees of Freedom	4
Asymptotic Sig. (2-sided test)	,000

1. The test statistic is adjusted for ties.

Abbildung 65: Ergebnis des Kruskal-Wallis-Tests für den Einsatz von LBO-Modellen nach Unternehmensart.¹³⁰²

¹³⁰² SPSS-Ausgabe.

Pairwise Comparisons of Art des Unternehmens (korrigiert) - Text



Each node shows the sample average rank of Art des Unternehmens (korrigiert) - Text.

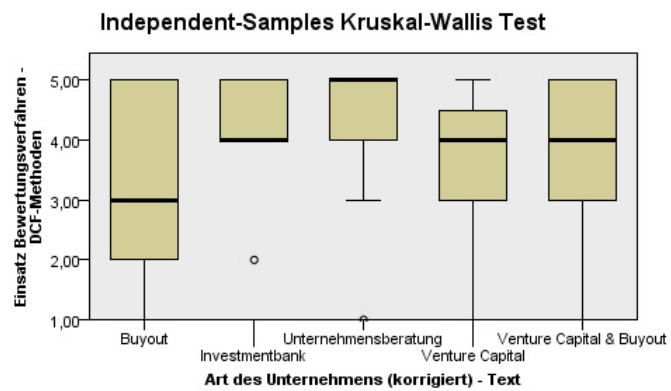
Sample1-Sample2	Test Statistic	Std. Error	Std. Test Statistic	Sig.	Adj.Sig.
Venture Capital-Venture Capital & Buyout	-76,548	13,993	-5,471	,000	,000
Venture Capital-Unternehmensberatung	76,906	18,905	4,068	,000	,000
Venture Capital-Investmentbank	94,883	22,662	4,187	,000	,000
Venture Capital-Buyout	137,224	12,314	11,144	,000	,000
Venture Capital & Buyout-Unternehmensberatung	,357	19,219	,019	,985	1,000
Venture Capital & Buyout-Investmentbank	18,335	22,925	,800	,424	1,000
Venture Capital & Buyout-Buyout	60,676	12,792	4,743	,000	,000
Unternehmensberatung-Investmentbank	17,977	26,214	,686	,493	1,000
Unternehmensberatung-Buyout	60,318	18,034	3,345	,001	,008
Investmentbank-Buyout	42,341	21,941	1,930	,054	,536

Each row tests the null hypothesis that the Sample 1 and Sample 2 distributions are the same. Asymptotic significances (2-sided tests) are displayed. The significance level is ,05.

Abbildung 66: Paarweiser Vergleich für den Einsatz von LBO-Modellen nach Unternehmensart.¹³⁰³

¹³⁰³ SPSS-Ausgabe.

- DCF-Methoden

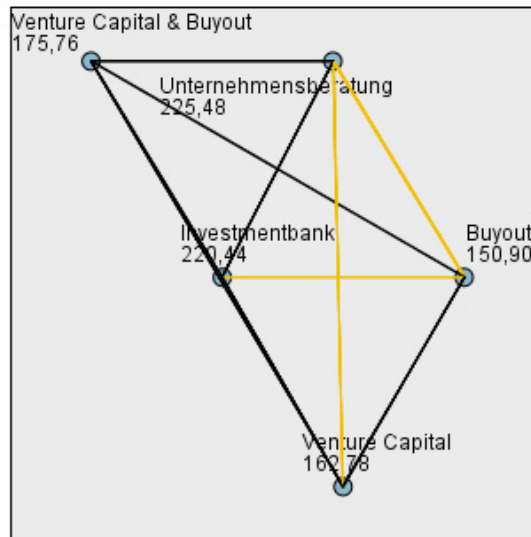


Total N	339
Test Statistic	21,110
Degrees of Freedom	4
Asymptotic Sig. (2-sided test)	,000

1. The test statistic is adjusted for ties.

Abbildung 67: Ergebnis des Kruskal-Wallis-Tests für den Einsatz von DCF-Methoden nach Unternehmensart.¹³⁰⁴

Pairwise Comparisons of Art des Unternehmens (korrigiert) - Text



Each node shows the sample average rank of Art des Unternehmens (korrigiert) - Text.

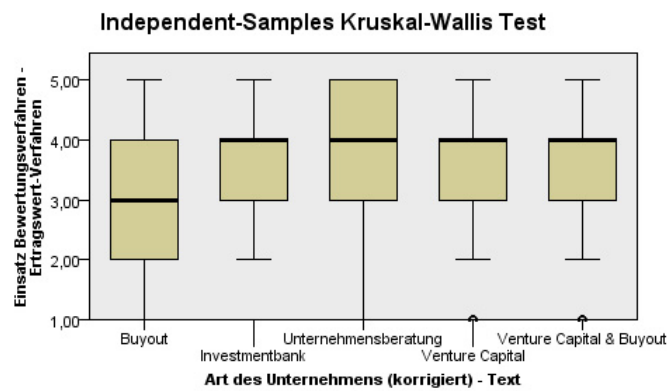
Sample1-Sample2	Test Statistic	Std. Error	Std. Test Statistic	Sig.	Adj.Sig.
Buyout-Venture Capital	-11,876	12,976	-,915	,360	1,000
Buyout-Venture Capital & Buyout	-24,852	14,010	-1,774	,076	,761
Buyout-Investmentbank	-69,536	24,590	-2,828	,005	,047
Buyout-Unternehmensberatung	-74,579	19,111	-3,902	,000	,001
Venture Capital-Venture Capital & Buyout	-12,976	14,686	-,884	,377	1,000
Venture Capital-Investmentbank	57,660	24,981	2,308	,021	,210
Venture Capital-Unternehmensberatung	62,703	19,612	3,197	,001	,014
Venture Capital & Buyout-Investmentbank	44,684	25,534	1,750	,080	,801
Venture Capital & Buyout-Unternehmensberatung	49,727	20,311	2,448	,014	,144
Investmentbank-Unternehmensberatung	-5,043	28,651	-,176	,860	1,000

Each row tests the null hypothesis that the Sample 1 and Sample 2 distributions are the same. Asymptotic significances (2-sided tests) are displayed. The significance level is ,05.

Abbildung 68: Paarweiser Vergleich für den Einsatz von DCF-Methoden nach Unternehmensart.¹³⁰⁵

¹³⁰⁵ SPSS-Ausgabe.

- Ertragswert-Verfahren



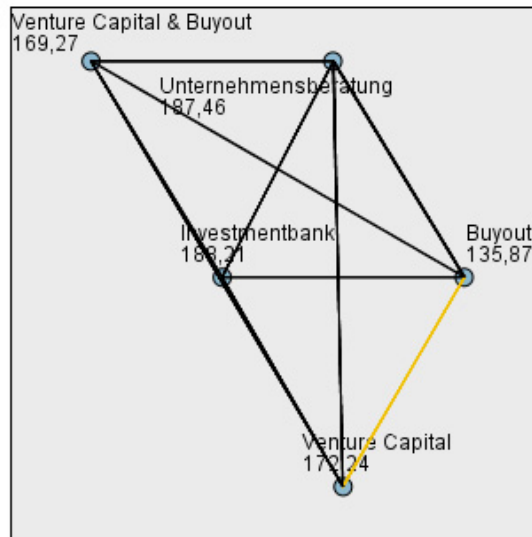
Total N	320
Test Statistic	14,939
Degrees of Freedom	4
Asymptotic Sig. (2-sided test)	,005

1. The test statistic is adjusted for ties.

Abbildung 69: Ergebnis des Kruskal-Wallis-Tests für den Einsatz von Ertragswert-Verfahren nach Unternehmensart.¹³⁰⁶

¹³⁰⁶ SPSS-Ausgabe.

Pairwise Comparisons of Art des Unternehmens (korrigiert) - Text



Each node shows the sample average rank of Art des Unternehmens (korrigiert) - Text.

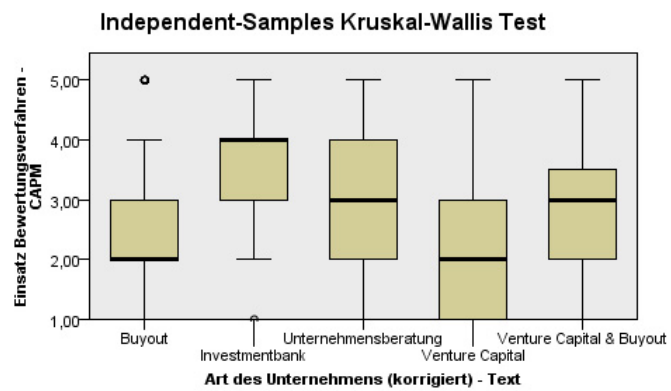
Sample1-Sample2	Test Statistic	Std. Error	Std. Test Statistic	Sig.	Adj.Sig.
Buyout-Venture Capital & Buyout	-33,397	13,643	-2,448	,014	,144
Buyout-Venture Capital	-36,368	12,528	-2,903	,004	,037
Buyout-Unternehmensberatung	-51,591	19,471	-2,650	,008	,081
Buyout-Investmentbank	-52,335	23,305	-2,246	,025	,247
Venture Capital & Buyout-Venture Capital	2,971	14,291	,208	,835	1,000
Venture Capital & Buyout-Unternehmensberatung	18,193	20,650	,881	,378	1,000
Venture Capital & Buyout-Investmentbank	18,938	24,298	,779	,436	1,000
Venture Capital-Unternehmensberatung	15,222	19,931	,764	,445	1,000
Venture Capital-Investmentbank	15,967	23,690	,674	,500	1,000
Unternehmensberatung-Investmentbank	,744	27,989	,027	,979	1,000

Each row tests the null hypothesis that the Sample 1 and Sample 2 distributions are the same. Asymptotic significances (2-sided tests) are displayed. The significance level is ,05.

Abbildung 70: Paarweiser Vergleich für den Einsatz von Ertragswert-Verfahren nach Unternehmensart.¹³⁰⁷

¹³⁰⁷ SPSS-Ausgabe.

- CAPM

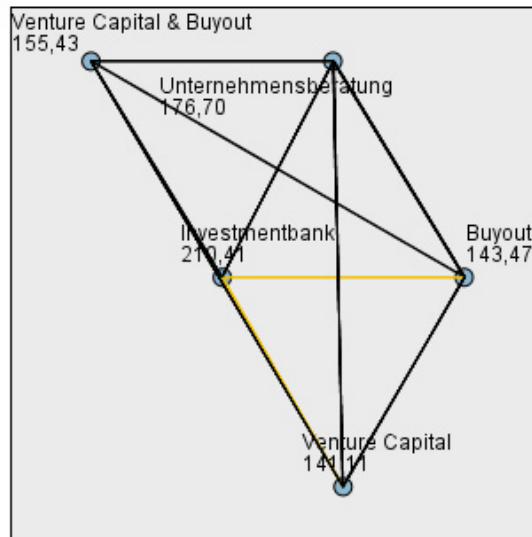


Total N	303
Test Statistic	12,653
Degrees of Freedom	4
Asymptotic Sig. (2-sided test)	,013

1. The test statistic is adjusted for ties.

Abbildung 71: Ergebnis des Kruskal-Wallis-Tests für den Einsatz von CAPM nach Unternehmensart.¹³⁰⁸

Pairwise Comparisons of Art des Unternehmens (korrigiert) - Text



Each node shows the sample average rank of Art des Unternehmens (korrigiert) - Text.

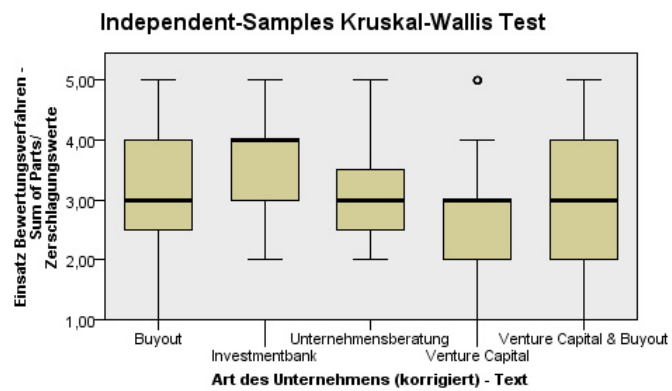
Sample1-Sample2	Test Statistic	Std. Error	Std. Test Statistic	Sig.	Adj.Sig.
Venture Capital-Buyout	2,359	12,376	,191	,849	1,000
Venture Capital-Venture Capital & Buyout	-14,321	13,906	-1,030	,303	1,000
Venture Capital-Unternehmensberatung	35,587	19,421	1,832	,067	,669
Venture Capital-Investmentbank	69,299	22,670	3,057	,002	,022
Buyout-Venture Capital & Buyout	-11,961	13,173	-,908	,364	1,000
Buyout-Unternehmensberatung	-33,228	18,903	-1,758	,079	,788
Buyout-Investmentbank	-66,939	22,228	-3,011	,003	,026
Venture Capital & Buyout-Unternehmensberatung	21,266	19,938	1,067	,286	1,000
Venture Capital & Buyout-Investmentbank	54,978	23,115	2,378	,017	,174
Unternehmensberatung-Investmentbank	33,712	26,797	1,258	,208	1,000

Each row tests the null hypothesis that the Sample 1 and Sample 2 distributions are the same. Asymptotic significances (2-sided tests) are displayed. The significance level is ,05.

Abbildung 72: Paarweiser Vergleich für den Einsatz von CAPM nach Unternehmensart.¹³⁰⁹

¹³⁰⁹ SPSS-Ausgabe.

- Sum of Parts/ Zerschlagungswerte



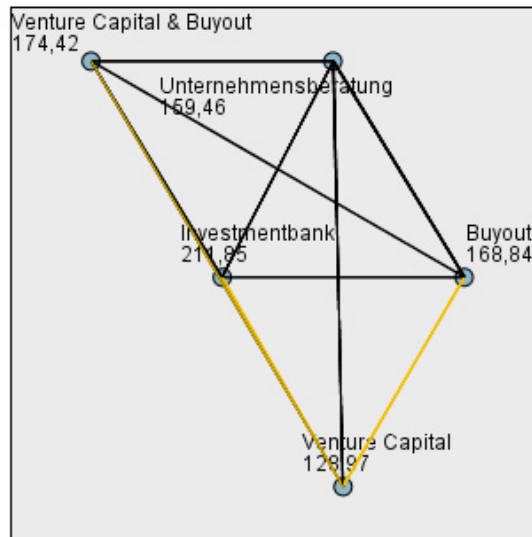
Total N	320
Test Statistic	19,518
Degrees of Freedom	4
Asymptotic Sig. (2-sided test)	,001

1. The test statistic is adjusted for ties.

Abbildung 73: Ergebnis des Kruskal-Wallis-Tests für den Einsatz von Zerschlagungswerten nach Unternehmensart.¹³¹⁰

¹³¹⁰ SPSS-Ausgabe.

Pairwise Comparisons of Art des Unternehmens (korrigiert) - Text



Each node shows the sample average rank of Art des Unternehmens (korrigiert) - Text.

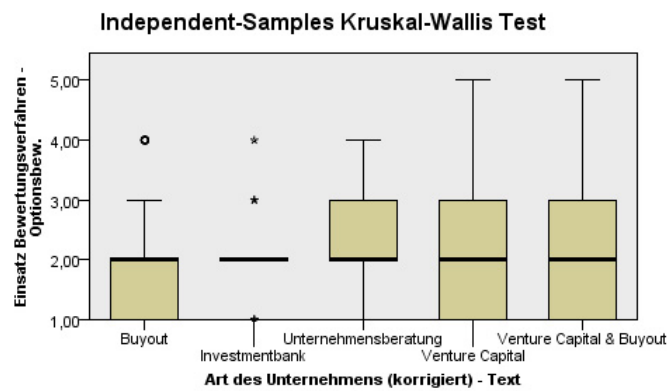
Sample1-Sample2	Test Statistic	Std. Error	Std. Test Statistic	Sig.	Adj.Sig.
Venture Capital-Unternehmensberatung	30,491	19,596	1,556	,120	1,000
Venture Capital-Buyout	39,867	12,592	3,166	,002	,015
Venture Capital-Venture Capital & Buyout	-45,445	14,138	-3,214	,001	,013
Venture Capital-Investmentbank	82,881	23,608	3,511	,000	,004
Unternehmensberatung-Buyout	9,376	19,074	,492	,623	1,000
Unternehmensberatung-Venture Capital & Buyout	-14,954	20,128	-,743	,458	1,000
Unternehmensberatung-Investmentbank	52,390	27,615	1,897	,058	,578
Buyout-Venture Capital & Buyout	-5,578	13,404	-,416	,677	1,000
Buyout-Investmentbank	-43,014	23,176	-1,856	,063	,635
Venture Capital & Buyout-Investmentbank	37,436	24,051	1,557	,120	1,000

Each row tests the null hypothesis that the Sample 1 and Sample 2 distributions are the same. Asymptotic significances (2-sided tests) are displayed. The significance level is ,05.

Abbildung 74: Paarweiser Vergleich für den Einsatz von Zerschlagungswerten nach Unternehmensart.¹³¹¹

¹³¹¹ SPSS-Ausgabe.

- Optionsbewertungsverfahren



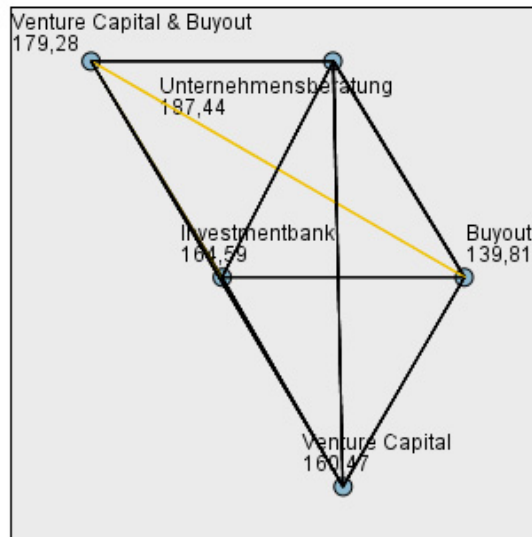
Total N	318
Test Statistic	12,226
Degrees of Freedom	4
Asymptotic Sig. (2-sided test)	,016

1. The test statistic is adjusted for ties.

Abbildung 75: Ergebnis des Kruskal-Wallis-Tests für den Einsatz von Optionsbewertungsverfahren nach Unternehmensart.¹³¹²

¹³¹² SPSS-Ausgabe.

Pairwise Comparisons of Art des Unternehmens (korrigiert) - Text



Each node shows the sample average rank of Art des Unternehmens (korrigiert) - Text.

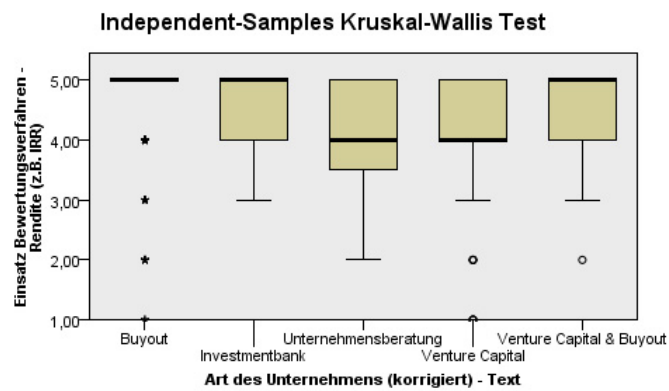
Sample1-Sample2	Test Statistic	Std. Error	Std. Test Statistic	Sig.	Adj.Sig.
Buyout-Venture Capital	-20,662	12,302	-1,680	,093	,930
Buyout-Investmentbank	-24,778	22,672	-1,093	,274	1,000
Buyout-Venture Capital & Buyout	-39,468	13,213	-2,987	,003	,028
Buyout-Unternehmensberatung	-47,632	18,943	-2,514	,012	,119
Venture Capital-Investmentbank	4,116	23,108	,178	,859	1,000
Venture Capital-Venture Capital & Buyout	-18,807	13,947	-1,348	,178	1,000
Venture Capital-Unternehmensberatung	26,970	19,462	1,386	,166	1,000
Investmentbank-Venture Capital & Buyout	-14,690	23,605	-,622	,534	1,000
Investmentbank-Unternehmensberatung	-22,854	27,230	-,839	,401	1,000
Venture Capital & Buyout-Unternehmensberatung	8,164	20,050	,407	,684	1,000

Each row tests the null hypothesis that the Sample 1 and Sample 2 distributions are the same. Asymptotic significances (2-sided tests) are displayed. The significance level is ,05.

Abbildung 76: Paarweiser Vergleich für den Einsatz von Optionsbewertungsverfahren nach Unternehmensart.¹³¹³

¹³¹³ SPSS-Ausgabe.

- Renditemodellierungen (z.B. IRR)



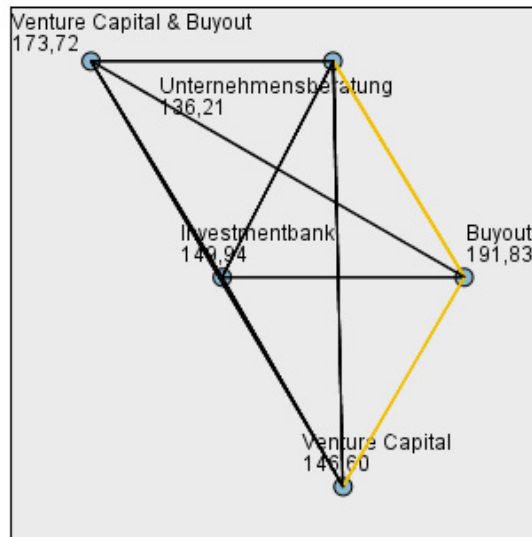
Total N	335
Test Statistic	21,838
Degrees of Freedom	4
Asymptotic Sig. (2-sided test)	,000

1. The test statistic is adjusted for ties.

Abbildung 77: Ergebnis des Kruskal-Wallis-Tests für den Einsatz von Renditemodellierungen nach Unternehmensart.¹³¹⁴

¹³¹⁴ SPSS-Ausgabe.

Pairwise Comparisons of Art des Unternehmens (korrigiert) - Text



Each node shows the sample average rank of Art des Unternehmens (korrigiert) - Text.

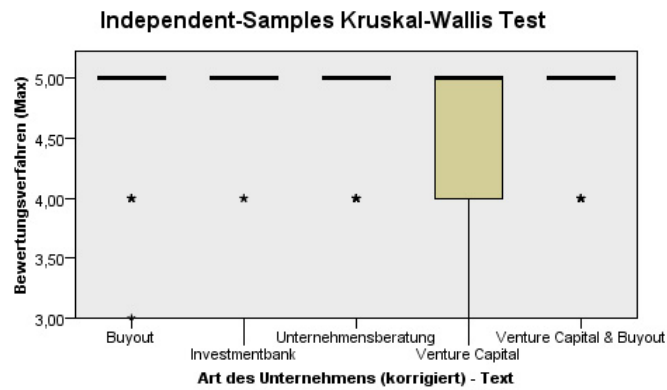
Sample1-Sample2	Test Statistic	Std. Error	Std. Test Statistic	Sig.	Adj.Sig.
Unternehmensberatung-Venture Capital	-10,387	17,191	-,604	,546	1,000
Unternehmensberatung-Investmentbank	13,731	25,017	,549	,583	1,000
Unternehmensberatung-Venture Capital & Buyout	-37,507	17,735	-2,115	,034	,344
Unternehmensberatung-Buyout	55,624	16,701	3,331	,001	,009
Venture Capital-Investmentbank	3,344	21,865	,153	,878	1,000
Venture Capital-Venture Capital & Buyout	-27,119	12,913	-2,100	,036	,357
Venture Capital-Buyout	45,237	11,452	3,950	,000	,001
Investmentbank-Venture Capital & Buyout	-23,775	22,295	-1,066	,286	1,000
Investmentbank-Buyout	41,892	21,482	1,950	,051	,512
Venture Capital & Buyout-Buyout	18,117	12,252	1,479	,139	1,000

Each row tests the null hypothesis that the Sample 1 and Sample 2 distributions are the same. Asymptotic significances (2-sided tests) are displayed. The significance level is ,05.

Abbildung 78: Paarweiser Vergleich für den Einsatz von Renditemodellierungen nach Unternehmensart.¹³¹⁵

¹³¹⁵ SPSS-Ausgabe.

- Maximalwert über alle Unternehmensbewertungsverfahren

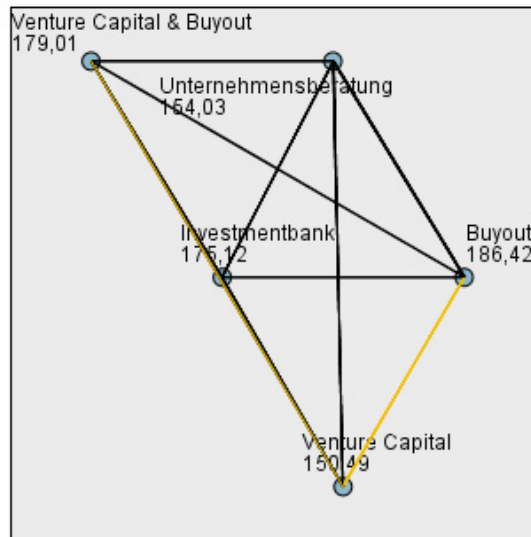


Total N	341
Test Statistic	23,705
Degrees of Freedom	4
Asymptotic Sig. (2-sided test)	,000

1. The test statistic is adjusted for ties.

Abbildung 79: Ergebnis des Kruskal-Wallis-Tests für den Maximalwert über alle Unternehmensbewertungsverfahren nach Unternehmensart.¹³¹⁶

Pairwise Comparisons of Art des Unternehmens (korrigiert) - Text



Each node shows the sample average rank of Art des Unternehmens (korrigiert) - Text.

Sample1-Sample2	Test Statistic	Std. Error	Std. Test Statistic	Sig.	Adj.Sig.
Venture Capital-Unternehmensberatung	3,541	11,991	,295	,768	1,000
Venture Capital-Investmentbank	24,628	15,636	1,575	,115	1,000
Venture Capital-Venture Capital & Buyout	-28,524	9,192	-3,103	,002	,019
Venture Capital-Buyout	35,932	8,122	4,424	,000	,000
Unternehmensberatung-Investmentbank	21,087	17,740	1,189	,235	1,000
Unternehmensberatung-Venture Capital & Buyout	-24,983	12,439	-2,009	,045	,446
Unternehmensberatung-Buyout	32,391	11,670	2,776	,006	,055
Investmentbank-Venture Capital & Buyout	-3,896	15,982	-,244	,807	1,000
Investmentbank-Buyout	11,304	15,391	,734	,463	1,000
Venture Capital & Buyout-Buyout	7,408	8,769	,845	,398	1,000

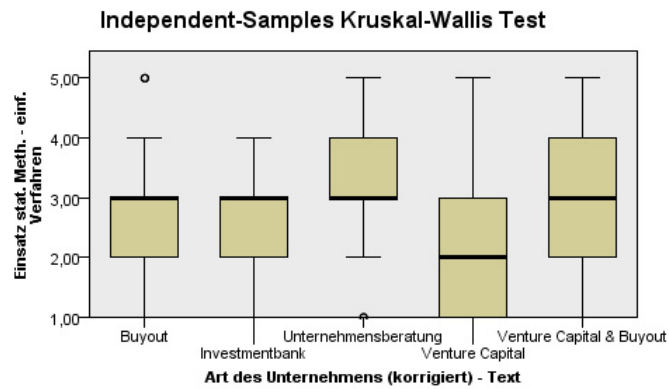
Each row tests the null hypothesis that the Sample 1 and Sample 2 distributions are the same. Asymptotic significances (2-sided tests) are displayed. The significance level is ,05.

Abbildung 80: Paarweiser Vergleich für den Maximalwert über alle Unternehmensbewertungsverfahren nach Unternehmensart.¹³¹⁷

¹³¹⁷ SPSS-Ausgabe.

Einsatz von statistischen Methoden

- Einfache statistische Verfahren



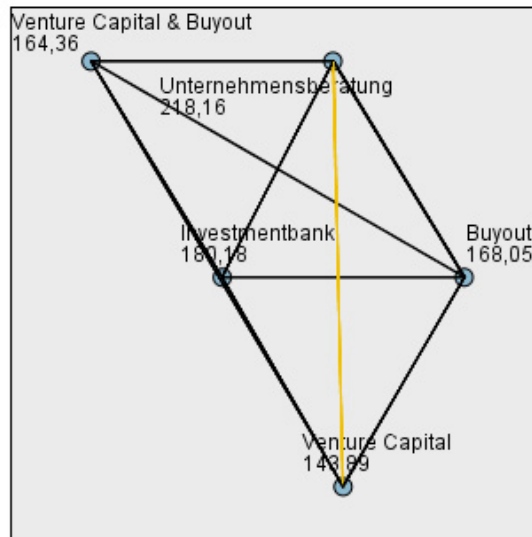
Total N	331
Test Statistic	15,860
Degrees of Freedom	4
Asymptotic Sig. (2-sided test)	,003

1. The test statistic is adjusted for ties.

Abbildung 81: Ergebnis des Kruskal-Wallis-Tests für den Einsatz von einfachen statistischen Verfahren nach Unternehmensart.¹³¹⁸

¹³¹⁸ SPSS-Ausgabe.

Pairwise Comparisons of Art des Unternehmens (korrigiert) - Text



Each node shows the sample average rank of Art des Unternehmens (korrigiert) - Text.

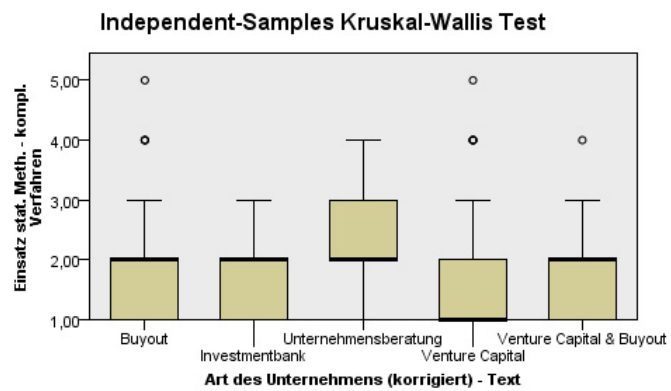
Sample1-Sample2	Test Statistic	Std. Error	Std. Test Statistic	Sig.	Adj.Sig.
Venture Capital-Venture Capital & Buyout	-20,470	14,577	-1,404	,160	1,000
Venture Capital-Buyout	24,160	12,885	1,875	,061	,608
Venture Capital-Investmentbank	36,285	24,457	1,484	,138	1,000
Venture Capital-Unternehmensberatung	74,265	19,013	3,906	,000	,001
Venture Capital & Buyout-Buyout	3,690	13,854	,266	,790	1,000
Venture Capital & Buyout-Investmentbank	15,815	24,981	,633	,527	1,000
Venture Capital & Buyout-Unternehmensberatung	53,795	19,683	2,733	,006	,063
Buyout-Investmentbank	-12,126	24,033	-,505	,614	1,000
Buyout-Unternehmensberatung	-50,105	18,465	-2,714	,007	,067
Investmentbank-Unternehmensberatung	-37,980	27,804	-1,366	,172	1,000

Each row tests the null hypothesis that the Sample 1 and Sample 2 distributions are the same. Asymptotic significances (2-sided tests) are displayed. The significance level is ,05.

Abbildung 82: Paarweiser Vergleich für den Einsatz von einfachen statistischen Verfahren nach Unternehmensart.¹³¹⁹

¹³¹⁹ SPSS-Ausgabe.

- Komplexere statistische Verfahren



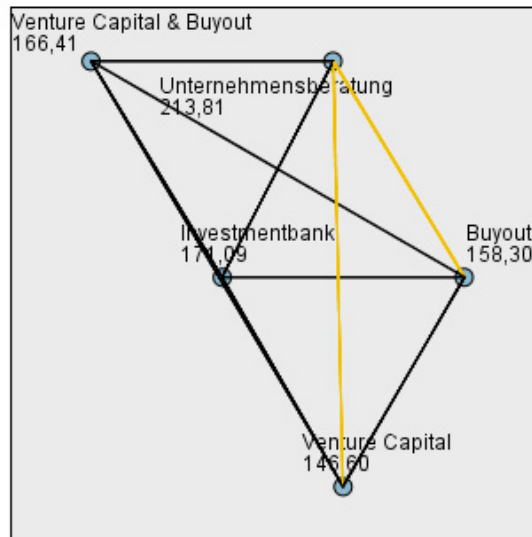
Total N	325
Test Statistic	14,490
Degrees of Freedom	4
Asymptotic Sig. (2-sided test)	,006

1. The test statistic is adjusted for ties.

Abbildung 83: Ergebnis des Kruskal-Wallis-Tests für den Einsatz von komplexen statistischen Verfahren nach Unternehmensart.¹³²⁰

¹³²⁰ SPSS-Ausgabe.

Pairwise Comparisons of Art des Unternehmens (korrigiert) - Text



Each node shows the sample average rank of Art des Unternehmens (korrigiert) - Text.

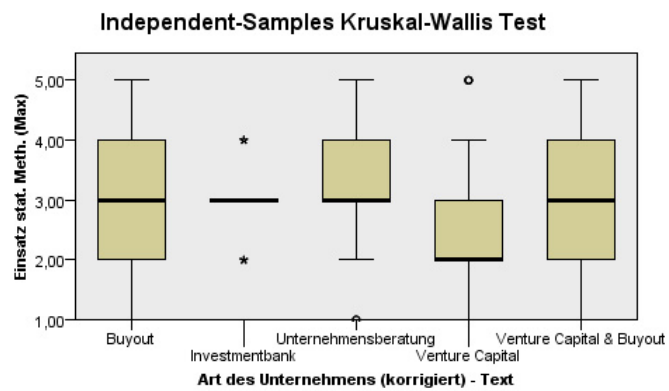
Sample1-Sample2	Test Statistic	Std. Error	Std. Test Statistic	Sig.	Adj.Sig.
Venture Capital-Buyout	11,699	12,315	,950	,342	1,000
Venture Capital-Venture Capital & Buyout	-19,806	13,947	-1,420	,156	1,000
Venture Capital-Investmentbank	24,491	23,762	1,031	,303	1,000
Venture Capital-Unternehmensberatung	67,210	18,049	3,724	,000	,002
Buyout-Venture Capital & Buyout	-8,108	13,132	-,617	,537	1,000
Buyout-Investmentbank	-12,793	23,293	-,549	,583	1,000
Buyout-Unternehmensberatung	-55,512	17,426	-3,186	,001	,014
Venture Capital & Buyout-Investmentbank	4,685	24,196	,194	,846	1,000
Venture Capital & Buyout-Unternehmensberatung	47,404	18,616	2,546	,011	,109
Investmentbank-Unternehmensberatung	-42,719	26,770	-1,596	,111	1,000

Each row tests the null hypothesis that the Sample 1 and Sample 2 distributions are the same. Asymptotic significances (2-sided tests) are displayed. The significance level is ,05.

Abbildung 84: Paarweiser Vergleich für den Einsatz von komplexen statistischen Verfahren nach Unternehmensart.¹³²¹

¹³²¹ SPSS-Ausgabe.

- Maximalwert über alle statistische Methoden

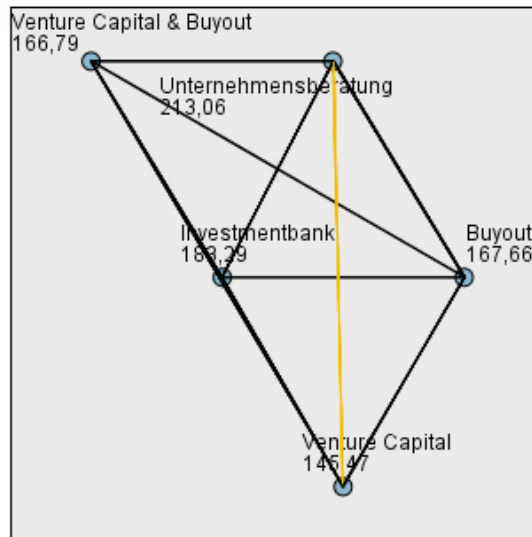


Total N	332
Test Statistic	13,353
Degrees of Freedom	4
Asymptotic Sig. (2-sided test)	,010

1. The test statistic is adjusted for ties.

Abbildung 85: Ergebnis des Kruskal-Wallis-Tests für den Maximalwert über den Einsatz aller statistischen Verfahren nach Unternehmensart.¹³²²

Pairwise Comparisons of Art des Unternehmens (korrigiert) - Text



Each node shows the sample average rank of Art des Unternehmens (korrigiert) - Text.

Sample1-Sample2	Test Statistic	Std. Error	Std. Test Statistic	Sig.	Adj.Sig.
Venture Capital-Venture Capital & Buyout	-21,319	14,603	-1,460	,144	1,000
Venture Capital-Buyout	22,187	12,884	1,722	,085	,851
Venture Capital-Investmentbank	37,821	24,501	1,544	,123	1,000
Venture Capital-Unternehmensberatung	67,590	19,047	3,549	,000	,004
Venture Capital & Buyout-Buyout	,868	13,857	,063	,950	1,000
Venture Capital & Buyout-Investmentbank	16,502	25,026	,659	,510	1,000
Venture Capital & Buyout-Unternehmensberatung	46,271	19,718	2,347	,019	,189
Buyout-Investmentbank	-15,634	24,063	-,650	,516	1,000
Buyout-Unternehmensberatung	-45,403	18,481	-2,457	,014	,140
Investmentbank-Unternehmensberatung	-29,768	27,854	-1,069	,285	1,000

Each row tests the null hypothesis that the Sample 1 and Sample 2 distributions are the same. Asymptotic significances (2-sided tests) are displayed. The significance level is ,05.

Abbildung 86: Paarweiser Vergleich für den Maximalwert über den Einsatz aller statistischen Verfahren nach Unternehmensart.¹³²³

¹³²³ SPSS-Ausgabe.

VIII Literaturverzeichnis

Acharya, Viral V./ Hahn, Moritz/ Kehoe, Conor (2009): *Corporate Governance and Value Creation. Evidence from Private Equity*, Centre for Economic Policy Research, London, Discussion paper series / Centre for Economic Policy Research Financial economics, 7242, 2009, online verfügbar unter:

http://www.cepr.org/active/publications/discussion_papers/dp.php?dpno=7242 (Zugriff am 06. Juni 2015)

Achleitner, Ann-Kristin (2002): *Wie legen Risikokapitalgeber beim Einstieg in neu gegründete Unternehmen den Preis fest?*, in: Finanz- und Rechnungswesen Jahrbuch, hrsg. v. Hans Siegwart, Kissing, 2002, S. 203-222.

Achleitner, Ann-Kristin/ Andres, Christian/ Betzer, André/ Weir, Charles M. (2009)/ Achleitner et al. (2009a): *Economic Consequences of Private Equity Investments on the German Stock Market*, CEFS Working Paper Series 2008-05, 30. Januar 2009, online verfügbar unter: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1086598 (Zugriff am 06. Juni 2015)

Achleitner, Ann-Kristin/ Braun, Reiner/ Engel, Nico/ Figge, Christian/ Tappeiner, Florian (2010): *Value Creation Drivers in Private Equity Buyouts: Empirical Evidence from Europe*, in: The Journal of Private Equity 13 (2) (2010), S. 17-27.

Achleitner, Ann-Kristin/ Herman, Kerry/ Lerner, Josh/ Nathusius, Eva (2009)/ Achleitner et al. (2009b): *Family Business and Private Equity. Conflict or Collaboration? The Case of Messer Griesheim*, in: The Journal of Private Equity 13 (3) (2009), S. 7-20.

Achleitner, Ann-Kristin und Kaserer, Christoph (2005): *Private Equity Funds and Hedge Funds: A Primer*, CEFS Working Paper Series 2005-03, Juni 2005, online verfügbar unter: <http://hdl.handle.net/10419/48439> (Zugriff am 06. Juni 2015).

Achleitner, Ann-Kristin und Klöckner, Oliver (2005): *Employment Contribution of Private Equity and Venture Capital in Europe*, CEFS Working Paper Series 2005-05, November 2005, online verfügbar unter: <http://www.econstor.eu/handle/10419/48428> (Zugriff am 06. Juni 2015).

Achleitner, Ann-Kristin und Nathusius, Eva (2003): *Bewertung von Unternehmen bei Venture-Capital-Finanzierungen*, CEFS Working Paper Series, 02-03, Juli 2003, online verfügbar unter: <http://www.cefs.de/files/EF-WP-02-03.pdf> (Zugriff am 06. Juni 2015).

Achleitner, Ann-Kristin/ Schraml, Stephanie C./ Tappeiner, Florian (2008): *Private Equity in Familienunternehmen. Erfahrungen mit Minderheitsbeteiligungen*, hrsg. v. Stiftung Familienunternehmen, Norderstedt, 2008, online verfügbar unter <http://www.lob.de/cgi-bin/work/suche2?titnr=249729230&flag=citavi> (Zugriff am 06. Juni 2015).

Akerlof, George A. (1970): *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, in: *The Quarterly Journal of Economics* 84 (3) (1970), S. 488-500.

Albers, Sönke und Hildebrandt, Lutz (2006): *Methodische Probleme bei der Erfolgsfaktorenforschung. Messfehler, normative versus reflektive Indikatoren und die Wahl des Strukturgleichungs-Modells*, in: *Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 58 (1) (2006), S. 2-33.

Aldering, Christoph und Högemann, Bernd (2011): *Human Resources Due Diligence*, in: *Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen*, hrsg. v. Wolfgang Berens/ Hans U. Brauner/ Joachim Strauch, 6., überarbeitete und erweiterte Auflage, Stuttgart, 2011, S. 523-547.

Amess, Kevin und Wright, Mike (2007): *The Wage and Employment Effects of Leveraged Buyouts in the UK*, in: *International Journal of the Economics of Business* 14 (2) (2007), S. 179-195.

Amit, Raphael/ Brander, James Alan/ Zott, Christoph (1998): *Why do Venture Capital Firms Exist? Theory and Canadian Evidence*, in: *Journal of Business Venturing* 13 (1998), S. 441-466.

Andres, Christian/ Betzer, André/ Weir, Charlie (2007): *Shareholder Wealth Gains through Better Corporate Governance – The Case of European LBO-Transactions*, in: *Financial Markets and Portfolio Management* 21 (4) (2007), S. 403-424.

Arrow, Kenneth Joseph (1986): *Agency and the Market*, in: *Handbook of Mathematical Economics Volume 3*, hrsg. v. Kenneth J. Arrow und Michael D. Intriligator, North Holland Verlag, 1986, S. 1183-1195.

Arthurs, Jonathan D. und Busenitz, Lowell W. (2003): *The Boundaries and Limitations of Agency Theory and Stewardship Theory in the Venture Capitalist/Entrepreneur Relationship*, in: *Entrepreneurship Theory & Practice* 28 (2) (2003), S. 145-162.

Askar, Atif (2008): *Performance-Messung bei Venture Capital-Fonds*, Dissertation, Marburg, 2008.

Axelson, Ulf/ Jenkinson Tim/ Strömberg, Per/ Weisbach, Michael S. (2010): *Borrow Cheap, Buy High? The Determinants of Leverage and Pricing in Buyouts*, National Bureau of Economic Research Working Paper Series 15952, April 2010, online verfügbar unter: <http://www.nber.org/papers/w15952> (Zugriff am 06. Juni 2015).

Axelson, Ulf/ Strömberg, Per/ Weisbach, Michael S. (2007): *Why are Buyouts Leveraged? The Financial Structure of Private Equity Firms*, Centre for Economic Policy Research Discussion Paper 6133, Januar 2007, online verfügbar unter: <http://www.nber.org/papers/w12826> (Zugriff am 06. Juni 2015).

Axelson, Ulf/ Strömberg, Per/ Weisbach, Michael S. (2009): *Why are Buyouts Leveraged? The Financial Structure of Private Equity Firms*, in: *The Journal of Finance* 64 (4) (2009), S. 1549-1582.

Backhaus, Klaus/ Erichson, Bernd/ Plinke, Wulff/ Weiber, Rolf (2010): *Multivariate Analysemethoden: Eine anwendungsorientierte Einführung*, Berlin, 2010.

Bader, Hanspeter (1996): *Private Equity als Anlagekategorie: Theorie, Praxis und Portfoliomanagement für institutionelle Investoren*, Dissertation, St. Gallen (Schweiz), 1996.

Baginski, Stephen P. und Hassell, John M. (1997): *Determinants of Management Forecast Precision*, in: *The Accounting Review* 72 (2) (1997), S. 303-312.

Baier, Wolfgang und Pleschak, Franz (1996): *Marketing und Finanzierung junger Technologieunternehmen – Den Gründungserfolg sichern*, Wiesbaden, 1996.

Bain & Company (Hg.) (2012): *Global Private Equity Report 2012*, 2012, online verfügbar unter: http://www.bain.com/bainweb/pdfs/Bain_and_Company_Global_Private_Equity_Report_2012.pdf (Zugriff am 06. Juni 2015).

Balcaen, Sofie und Ooghe, Hubert (2004): *Alternative Methodologies in Studies on Business Failure: Do they Produce Better Results than the Classical Statistical Methods*, Vlerick Leuven Gent Management School Working Papers 2004/16, 2004, online verfügbar unter: <https://public.vlerick.com/Publications/8cfe9fc3-69a9-e011-8a89-005056a635ed.pdf> (Zugriff am 06. Juni 2015).

Ballwieser, Wolfgang (1985): *Ergebnisse der Informationsökonomie zur Informationsfunktion der Rechnungslegung*, in: *Information und Produktion*, hrsg. v. Siegm. Stöppler (Hg.), Stuttgart, 1989, S. 21-40.

Ballwieser, Wolfgang (1991): *Das Rechnungswesen im Lichte ökonomischer Theorie*, in: *Betriebswirtschaftslehre und ökonomische Theorie*, hrsg. v. Dieter Ordelt, Stuttgart, 1991, S. 97-124.

Ballwieser, Wolfgang (2007): *Unternehmensbewertung – Prozeß, Methoden und Probleme*, 2., überarbeitete Auflage, Stuttgart, 2007.

Bamberg, Günter und Spremann, Klaus (1989): *Agency Theory, Information, and Incentives*, 1., überarbeitete Auflage, Berlin, 1989.

Bargeron, Leonce L./ Schlingemann, Frederik P./ Stulz, René M./ Zutter, Chad J. (2008): *Why do Private Acquirers Pay so Little Compared to Public Acquirers?*, in: *Journal of Financial Economics* 89 (3) (2008), S. 375-390.

Barthel, Carl W. (1999): *Unternehmenswert-Ermittlung vs. Due-Diligence-Untersuchung, Teil 2*, in: *Deutsche Steuer-Zeitung* 87 (4) (1999), S. 136-143.

Berens, Wolfgang/ Brauner, Hans U./ Frodemann, Jürgen (2005): *Unternehmensentwicklung mit Finanzinvestoren: Eigenkapitalstärkung, Wertsteigerung, Unternehmensverkauf*, 1. Auflage, Stuttgart, 2005.

Berens, Wolfgang/ Brauner, Hans U./ Högemann, Bernd (2005): *Due Diligence und Controlling-Instrumente von Finanzinvestoren*, in: *Unternehmensentwicklung mit Finanzinvestoren: Eigenkapitalstärkung, Wertsteigerung, Unternehmensverkauf*, hrsg. v. Wolfgang Berens/ Hans U. Brauner/ Jürgen Frodemann, Stuttgart, 2005, S. 51-76.

Berens, Wolfgang/ Brauner, Hans U./ Strauch, Joachim (Hg.) (2011): *Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen*, 6., überarbeitete und erweiterte Auflage, Stuttgart, 2011.

Berens, Wolfgang/ Mertes, Martin/ Strauch, Joachim (2011): *Unternehmensakquisitionen*, in: *Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen*, hrsg. v. Wolfgang Berens/ Hans U. Brauner/ Joachim Strauch, 6., überarbeitete und erweiterte Auflage, Stuttgart, 2011, S. 21-65.

Berens, Wolfgang und Strauch, Joachim (2002): *Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen – Eine empirische Untersuchung*, Beiträge zum Controlling (Band 1), Frankfurt am Main, 2002.

Berens, Wolfgang und Strauch, Joachim (2011): *Herkunft und Inhalt des Begriffes Due Diligence*, in: *Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen*, hrsg. v. Wolfgang Berens/ Hans U. Brauner/ Joachim Strauch, 6., überarbeitete und erweiterte Auflage, Stuttgart, 2011, S. 3-20.

Berg, Achim und Gottschalg, Oliver (2005): *Understanding Value Generation in Buyouts*, in: *Journal of Restructuring Finance* 02 (01) (2005), S. 9-37.

Berle, Adolf Augustus und Means, Gardiner Coit (1932): *The Modern Corporation and Private Property*, New York, 1932.

Betko, Hans/ Reiml, Dieter/ Schubert, Peter (2011): *Environmental Due Diligence*, in: *Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen*, hrsg. v. Wolfgang Berens/ Hans U. Brauner/ Joachim Strauch, 6., überarbeitete und erweiterte Auflage, Stuttgart, 2011, S. 575-592.

Betsch, Oskar/ Groh, Alexander P./ Lohmann, Lutz G. E. (2000): *Corporate Finance – Unternehmensbewertung, M & A und innovative Kapitalmarktfinanzierung*, 2., überarbeitete und erweiterte Auflage, München, 2000.

Bilo, Stéphanie (2002): *Alternative Asset Class Publicly Traded Private Equity: Performance, Liquidity, Diversification Potential, and Pricing Characteristics*, Dissertation, St. Gallen (Schweiz), 2002.

Bliemel, Friedhelm/ Eggert, Andreas/ Fassott, Georg/ Henseler, Jörg (Hg.) (2005): *Handbuch PLS-Pfadmodellierung – Methode Anwendung Praxisbeispiele*, Stuttgart, 2005.

Blome-Drees, Johannes und Rang, Reiner (2006): *Private Equity-Investitionen in deutsche Unternehmen und ihre Wirkungen auf die Mitarbeiter – Eine konzeptionelle und empirische Analyse*, Hans Böckler Stiftung, Oktober 2006, online verfügbar unter:

http://www.boeckler.de/pdf/mbf_finanzinvestoren_grohe.pdf (Zugriff am 06. Juni 2015).

Bloom, Nick/ Sadun, Raffaella/ van Reenen, John (2009): *Do Private Equity Owned Firms Have Better Management Practices?*, Center for Economic Performance Occasional Paper 24, Juli 2009, online verfügbar unter:

<http://cep.lse.ac.uk/pubs/download/occasional/op024.pdf> (Zugriff am 06. Juni 2015).

Blum, Catherine Anne (1997): *Integration nicht-traditioneller Asset Classes in die Vermögensverwaltung von High Net Worth Individuals*, Dissertation, Bern (Schweiz), 1997.

Böhmer, Christiane und Schnedler, Philip (2001): *Die europäische Venture Capital Industrie*, in: *Private Equity und Hedge Funds – Alternative Anlagekategorien im Überblick*, hrsg. v. Andreas Grünbichler, Steffen Graf und Alfred Gruber, 1. Auflage, Frankfurt am Main, 2001, S. 45-81.

Börner, Christoph J. und Grichnik, Dietmar (Hg.) (2005): *Entrepreneurial Finance – Kompendium der Gründungs- und Wachstumsfinanzierung*, Heidelberg, 2005.

Bollen, Kenneth A. (1989): *Structural Equations with Latent Variables*, New York (USA), 1989.

Bovaird, Chris (1990): *Introduction to Venture Capital Finance*, London (Großbritannien), 1990.

Brauner, Hans U. und Grillo, Ulrich (2011): *Strategic Due Diligence*, in: *Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen*, hrsg. v. Wolfgang Berens/ Hans U. Brauner/ Joachim Strauch, 6., überarbeitete und erweiterte Auflage, Stuttgart, 2011, S. 361-382.

Brauner, Hans U. und Neufang, Julia (2011): *Financial Due Diligence II – Liquidität und Finanzierung*, in: *Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen*, hrsg. v. Wolfgang Berens/ Hans U. Brauner/ Joachim Strauch, 6., überarbeitete und erweiterte Auflage, Stuttgart, 2011, S. 407-441.

Brav, Alon und Gompers, Paul (2000): *Insider Trading Subsequent to Initial Public Offerings: Evidence from Expirations of Lock-Up Provisions*, Februar 2000, online verfügbar unter: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=204094 (Zugriff am 06. Juni 2015).

Brebeck, Frank/ Kohtes, Wolfgang/ Schönbeck, Tobias (2005): *Traditionelle und innovative Unternehmensbewertung durch Finanzinvestoren*, in: Unternehmensentwicklung mit Finanzinvestoren: Eigenkapitalstärkung, Wertsteigerung, Unternehmensverkauf, hrsg. v. Wolfgang Berens/ Hans U. Brauner/ Jürgen Frodemann, Stuttgart, 2005, S. 85-112.

Bredy, Jörg und Strack, Volker (2011): Financial Due Diligence I – Vermögen, Ertrag und Cashflow, in: Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, hrsg. v. Wolfgang Berens/ Hans U. Brauner/ Joachim Strauch, 6., überarbeitete und erweiterte Auflage, Stuttgart, 2011, S. 383-405.

Bretzke, Wolf-Rüdiger (1975a): *Das Prognoseproblem bei der Unternehmensbewertung – Ansätze zu einer risikoorientierten Bewertung ganzer Unternehmungen auf der Grundlage modellgestützter Erfolgsprognosen*, Dissertation, Düsseldorf, 1975.

Bretzke, Wolf-Rüdiger (1975b): *Möglichkeiten und Grenzen einer wissenschaftlichen Lösung praktischer Prognoseprobleme*, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 1975, S. 496-515.

Brockhaus, Robert H. (1989): *Frontiers of Entrepreneurship Research 1989 Edition*, BCERC proceedings 1989, Wellesley (USA), 1989.

Brockhoff, Klaus (1977): *Prognoseverfahren für die Unternehmensplanung*, Wiesbaden, 1977.

Brockhoff, Klaus (1979): *Delphi-Prognosen im Computer-Dialog – Experimentelle Erprobung und Auswertung kurzfristiger Prognosen*, Tübingen, 1979.

Brühl, Volker (2002): *Strategische Due Diligence: Kritischer Erfolgsfaktor im Akquisitionsprozess*, in: M&A Review 6/2002 (2002), S. 312-320.

Buberl, Thomas und Heucher, Martin (2001): *Anlagekategorie Private Equity - Distressed Companies*, in: *Private Equity und Hedge Funds – Alternative Anlagekategorien im Überblick*, hrsg. v. Andreas Grünbichler, Steffen Graf und Alfred Gruber, 1. Auflage, Frankfurt am Main, 2001, S. 103-124.

Buchner, Axel (2008): *Stochastische Modellierung von Private Equity-Fonds – Eine theoretische und empirische Analyse*, Dissertation, Lohmar, 2008.

Bühner, Rolf (Hg.) (2001): *Management-Lexikon*, München, 2001.

Burgel, Oliver (2000): *UK Venture Capital and Private Equity as an Asset Class for Institutional Investors*, Januar 2000, online verfügbar unter: http://www.bvca.co.uk/Portals/0/library/Files/News/2005%20and%20older/2000_0001_assetclassfull.pdf (Zugriff am 06. Juni 2015).

Bygrave, William D. und Timmons, Jeffry A. (1992): *Venture Capital at the Crossroads*, Boston (USA), 1992.

Camerer, Colin F. und Johnson, Eric J. (1997): *The Process-Performance Paradox in Expert Judgment: How can Experts Know so Much and Predict so Badly?*, in: *Research on Judgment and Decision Making: Currents, Connections, and Controversies*, hrsg. v. William M. Goldstein und Robin M. Hogarth, Cambridge (Großbritannien), 1997, S. 342-364.

Cao, Jerry und Lerner, Josh (2009): *The Performance of Reverse Leveraged Buyouts*, in: *Journal of Financial Economics* 91 (2) (2009), S. 139-157.

Chemmanur, T. und Chen, Zhaohui (2003): *Angels, Venture Capitalists, and Entrepreneurs: A Dynamic Model of Private Equity Financing*, Oktober 2003, online verfügbar unter: <http://www1.fee.uva.nl/fm/PAPERS/Chemmanur.pdf> (Zugriff am 06. Juni.2015).

Chemmanur, T. J./ Krishnan, K./ Nandy, D. K. (2011): *How Does Venture Capital Financing Improve Efficiency in Private Firms? A Look Beneath the Surface*, in: *The Review of Financial Studies* 24 (12), S. 4037-4090.

Chen, M. (2007): *ABC of Cash Flow Projections*, AACE International Transactions PM.02, 2007, online verfügbar unter: http://www.icoste.org/AACE2007%20Papers/Nashville_pm02.pdf (Zugriff am 06. Juni 2015).

Chin, Wynne W. (1998): *The Partial Least Squares Approach to Structural Equation Modeling*, in: *Modern Methods for Business Research*, hrsg. v. George A. Marcoulides, Mahwah (USA), 1998, S. 295-335.

Chin, Wynne W. und Newsted, Peter R. (1999): *Structural Equation Modeling. Analyses With Small Samples Using Partial Least Squares*, in: *Statistical Strategies for Small Sample Research*, hrsg. v. Rick H. Hoyle, Thousand Oaks (USA), 1999, S. 307–341.

Christen, Daniel V. (1991): *Anlagen in Venture Capital-Fonds – Ein Beitrag zum besseren Verständnis des internationalen Venture Capital-Geschäfts aus Investorensicht*, Dissertation, Bern (Schweiz), 1991.

Cochrane, John H. (2005): *The Risk and Return of Venture Capital*, in: *Journal of Financial Economics* 75 (1) (2005), S. 3-52.

Cole, J.E. und Sokol, A. L. (1998): *Structuring Venture Capital Investments*, in: *Pratts Guide to Venture Capital Sources*, 22. Auflage, hrsg. v. John W. Pratt, Wellesley Hills (USA), 1998, S. 31-39.

Conze, Oliver (2007): *Kundenloyalität durch Kundenvorteile: Segmentspezifische Analyse und Implikationen für das Kundenbeziehungsmanagement*, Dissertation, Wiesbaden, 2007.

Coopey, Richard und Clarke, Donald (1995): *3 i. Fifty Years Investing in Industry*, Oxford, 1995.

Cornelli, Francesca und Li, David D. (2006): *Ex Ante Effects of Ex Post Managerial Ownership*, August 2006, online verfügbar unter:
<http://facultyresearch.london.edu/docs/insider12.pdf> (Zugriff am 06. Juni 2015).

Crilly, William M. (1997): *Due Diligence Handbook*, 1. Auflage, New York (USA), 1997.

Cumming, Douglas/ Siegel, Donald S./ Wright, Mike (2007): *Private Equity, Leveraged Buyouts and Governance*, in: *Journal of Corporate Finance* 13 (4) (2007), S. 439–460.

Cumming, Douglas und Walz, Uwe (2010): *Private Equity Returns and Disclosure Around the World*, in: *Journal of International Business Studies* 41 (4) (2010), S. 727-754.

Davis, Steven J./ Haltiwanger, John C./ Jarmin, Ron S./ Lerner, Josh/ Miranda, Javier (2011): *Private Equity and Employment*, National Bureau of Economic Research Working Paper Series, 17399, September 2011, online verfügbar unter: <http://www.nber.org/papers/w17399.pdf> (Zugriff am 06. Juni 2015).

DeAngelo, Harry/ DeAngelo, Linda/ Rice, Edward M. (1984): *Going Private – Minority Freezeouts and Stockholder Wealth*, in: *The Journal of Law & Economics* 27 (2) (1984), S. 367-401.

Demiroglu, Cem und James, Christopher M. (2010): *The Role of Private Equity Group Reputation in LBO Financing*, in: *Journal of Financial Economics* 96 (2) (2010), S. 306-330.

DeMott, Deborah A. (1989): *Symposium: Fundamental Corporate Changes: Causes, Effects, and Legal Responses – Introduction – The Biggest Deal Ever*, in *Duke Law Journal* 38 (1) (1989), S. 1-26, online verfügbar unter: http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1278&context=faculty_scholarship (Zugriff am 06. Juni 2015).

Diamantopoulos, Adamantios und Winklhofer, Heidi M. (2001): *Index Construction with Formative Indicators: An Alternative to Scale Development*, in: *Journal of Marketing Research* 38 (2) (2001), S. 269-277.

Diamond, Douglas W. (1984): *Financial Intermediation and Delegated Monitoring*, in: *The Review of Economic Studies* 51 (3) (1984), S. 393-414.

Dietl, Helmut (1993): *Institutionen und Zeit (Einheit der Gesellschaftswissenschaften)*, Tübingen, 1993.

Dill, Matthias (2008): *Private Equity im Mittelstand*, Dissertation, Marburg, 2008.

Diller, Christian (2007): *Private Equity Rendite, Risiko und Markteinflussfaktoren – Eine empirische Analyse europäischer Private-Equity-Fonds*, Dissertation, Bad Soden, 2007.

Diller, Christian und Kaserer, Christoph (2009): *What Drives Private Equity Returns? Fund Inflows, Skilled GPs, and/or Risk?*, in: *European Financial Management* 15 (3) (2009), S. 643-675.

Dittrich, Dennis/ Güth, Werner/ Maciejovsky, Boris (2005): *Overconfidence in Investment Decisions: An Experimental Approach*, in: *The European Journal of Finance* 11 (6) (2005), S. 471-491.

Drukarczyk, Jochen und Schüler, Andreas (2007): *Unternehmensbewertung*, 5., überarbeitete und erweiterte Auflage, München, 2007.

Eberl, Markus (2004): *Formative und reflektive Indikatoren im Forschungsprozess – Entscheidungsregeln und die Dominanz des reflektiven Modells*, Ludwigs-Maximilians-Universität München – Schriften zur empirischen Forschung und quantitativen Unternehmensplanung 19 (2004), online verfügbar unter:
http://www.imm.bwl.uni-muenchen.de/forschung/schriftenefo/ap_efoplan_19.pdf (Zugriff am 06. Juni 2015).

Eilers, Stephan/ Koffka, Nils Matthias/ Mackensen, Marcus (Hg.) (2009): *Private Equity: Unternehmenskauf Finanzierung Restrukturierung Exitstrategien*, München, 2009.

Eisenhardt, Kathleen M. (1989): *Agency Theory: An Assessment and Review*, in: *The Academy of Management Review* 14 (1) (1989), S. 57-74

Ellis, Colin (2010): *What do Business Managers Think About Private Equity and Venture Capital?*, BVCA Research Report, November 2010, online verfügbar unter:
http://www.bvca.co.uk/Portals/0/library/Files/News/2010/2010_0045_dtp_report.pdf (Zugriff am 06. Juni 2015).

Elschen, Rainer (1991): *Gegenstand und Anwendungsmöglichkeiten der Agency-Theorie*, in: *Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 43 (11) (1991), S. 1002-1012.

Ernst, Sebastian (2010): *Die ökonomischen Auswirkungen von Private Equity Investoren*, Dissertation, Lohmar, 2010.

Ettenson, Richard/ Shanteau, James/ Krogstad, Jack (1987): *Expert Judgement: Is More Information Better?*, in: *Psychological Reports* 60 (1) (1987), S. 227-238.

Fahrmeir, Ludwig/ Hamerle, Alfred/ Tutz, Gerhard (Hg.) (1996): *Multivariate statistische Verfahren*, 2., überarbeitete Auflage, Berlin, 1996.

Feeney, Lisa/ Haines, George H./ Riding, Allan L. (1999): *Private Investors' Investment Criteria: Insights from Qualitative Data*, in: *Venture Capital* 1 (2) (1999), S. 121-145.

Fendel, Andreas (1987): *Investmententscheidungsprozesse in Venture-Capital-Unternehmungen: Darstellung und Möglichkeiten der instrumentellen Unterstützung*, Köln, 1987.

Fenn, George W./ Liang, J. Nellie/ Prowse, Gerald A. (1995): *The Economics of the Private Equity Market*, Washington, 1995, online verfügbar unter: <http://www.federalreserve.gov/pubs/staffstudies/1990-99/ss168.pdf> (Zugriff am 06. Juni 2015).

Fenn, George W./ Liang, Jean Nellie/ Prowse, Stephen D. (1997): *The Private Equity Market: An Overview*, in: *Financial Markets, Institutions & Instruments* 6 (4) (1997), S. 1-106.

Ferguson, Niall (2009): *Der Aufstieg des Geldes - Die Währung der Geschichte*, Berlin, 2009.

Fischer, P. E. und Louis, H. (2008): *Financial Reporting and Conflicting Managerial Incentives: The Case of Management Buyouts*, in: *Management Science* 54 (10) (2008), S. 1700-1714.

Fornell, Claes und Larcker, David F. (1981): *Evaluating Structural Equation Models with Unobservable Variables and Measurement Error*, in *Journal of Marketing Research* 18 (1) (1981), S. 39-50.

Franke, Nikolaus/ Gruber, Marc/ Harhoff, Dietmar/ Henkel, Joachim (2006): *What You Are is What You Like – Similarity Biases in Venture Capitalists' Evaluations of Start-Up Teams*, in: *Journal of Business Venturing* 21 (6) (2006), S. 802-826.

Franke, Nikolaus/ Gruber, Marc/ Henkel, J./ Hoisl, Karin (2004): *Die Bewertung von Gründerteams durch Venture-Capital-Geber Eine empirische Analyse*, in: *Die Betriebswirtschaft* 64 (6) (2004), S. 651-670.

Franzoni, Francesco/ Nowak, Eric/ Phalippou, Ludovic (2012): *Private Equity Performance and Liquidity Risk*, in: *The Journal of Finance* 67 (6) (2012), S. 2341-2374.

Fraser-Sampson, Guy (2010): *Private Equity as an Asset Class*, 2. Auflage, Chichester (Großbritannien), 2010.

Friedli, Peter (2001): *Venture-Capital Investitionen aus der Sichtweise eines Investors*, in: *Private Equity und Hedge Funds – Alternative Anlagekategorien im Überblick*, hrsg. v. Andreas Grünbichler, Steffen Graf und Alfred Gruber, 1. Auflage, Frankfurt am Main, 2001, S. 85-100.

Fritzsche, Michael und Stalman, Dörthe (2011): *Legal Due Diligence*, in: *Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen*, hrsg. v. Wolfgang Berens/ Hans U. Brauner/ Joachim Strauch, 6., überarbeitete und erweiterte Auflage, Stuttgart, 2011, S. 471-499.

Frommann, Holger und Dahmann, Attila (2005): *Zur Rolle von Private Equity und Venture Capital in der Wirtschaft*, aktualisierte Fassung der im Dezember 2003 erschienenen BVK-Untersuchung „Zur volkswirtschaftlichen Bedeutung von Private Equity und Venture Capital“ (hrsg. v. BVK), Oktober 2005, online verfügbar unter:
http://www.bvkap.de/media/file/55.pe_wirtschaft.pdf (Zugriff am 06. Juni 2015).

Gadiesh, Orit und MacArthur, Hugh (2008): *Lessons from Private Equity Any Company Can Use*, Boston (USA), 2008.

Goldstein, William M. und Hogarth, Robin M. (Hg.) (1997): *Research on Judgment and Decision Making: Currents, Connections, and Controversies*, Cambridge (Großbritannien), 1997.

Gompers, Paul A (1994): *The Rise and Fall of Venture Capital*, in: *Business and Economic History* 23 (2) (1994), S. 1-24.

Gompers, Paul A (1995): *Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital*, in: *The Journal of Finance* 50 (5) (1995), S. 1461-1489.

Gompers, Paul A und Lerner, Josh (1996): *The Use of Covenants: An Empirical Analysis of Venture Partnership Agreements*, in: *The Journal of Law & Economics* 39 (2) (1996), S. 463-498.

Gompers, Paul A. und Lerner, Josh (1999a): *An Analysis of Compensation in the US Venture Capital Partnership*, in: *Journal of Financial Economics* 51 (1) (1999), S. 3-44.

Gompers, Paul A. und Lerner, Josh (1999b): *The Venture Capital Cycle*, 1. Auflage, Cambridge (Großbritannien), 1999.

Gompers, Paul und Lerner, Josh (2000): *Money Chasing Deals? The Impact of Fund Inflows on Private Equity Valuations*, in: *Journal of Financial Economics* 55 (2) (2000), S. 281-325.

Gompers, Paul und Lerner, Josh (2001): *The Venture Capital Revolution*, in: *The Journal of Economic Perspectives* 15 (2) (2001), S. 145-168.

Gompers, Paul A und Lerner, Joshua (2006): *The Venture Capital Cycle*, 2. Auflage, Cambridge (Großbritannien), 2006.

Gompers, Paul A. und Metrick, Andrew (2001): *Institutional Investors and Equity Prices*, in: *The Quarterly Journal of Economics* 116 (1) (2001), S. 229-259.

Gorman, Michael und Sahlman, William A. (1989): *What Do Venture Capitalists Do?*, in: *Journal of Business Venturing* 4 (4) (1998), S. 231-248.

Graf, Steffen/ Gruber, Alfred/ Grünbichler, Andreas (2001): *Der Private Equity Markt in Europa*, in: *Private Equity und Hedge Funds – Alternative Anlagekategorien im Überblick*, hrsg. v. Andreas Grünbichler, Steffen Graf und Alfred Gruber, 1. Auflage, Frankfurt am Main, 2001, S. 21-42.

Graham, John R. und Harvey, Campbell R. (2001): *The Theory and Practice of Corporate Finance – Evidence from the Field*, in: *Journal of Financial Economics* 60 (2/3) (2001), S. 187-243.

Grote, Michael H. (2007): *Private Equity im Mittelstand – Mythos und Realität*, Johann Wolfgang Goethe Universität Frankfurt am Main Working Paper Series Finance & Accounting Nr. 183, November 2007, online verfügbar unter: <http://publikationen.ub.uni-frankfurt.de/frontdoor/index/index/docId/1440> (Zufriff am 06. Juni 2015).

Grünbichler, Andreas/ Graf, Steffen/ Gruber, Alfred (Hg.) (2001): *Private Equity und Hedge Funds – Alternative Anlagekategorien im Überblick*, 1. Auflage, Frankfurt am Main, 2001.

Guo, Shourun/ Shwalb Hotchkiss, Edith S./ Song, Weihong (2011): *Do Buyouts (Still) Create Value?*, in: *The Journal of Finance* 66 (2) (2011), S. 479-517.

Gurung, Anuradha und Lerner, Josh (2009): *Globalization of Alternative Investments – The Global Economic Impact of Private Equity Report 2010*, World Economic Forum Working Papers 3, Dezember 2009, online verfügbar unter:

http://www3.weforum.org/docs/WEF_IV_PrivateEquity_Report_2010.pdf (Zugriff am 06. Juni 2015).

Gutman L. (1950): *The Basis for Scalogram-Analysis*, in: *Measurement and Prediction*, hrsg. v. Samuel Andrew Stouffer, Princeton (USA), 1950, S. 60-90.

Haemmig, Martin (2003): *The Globalization of Venture Capital – A Management Study of International Venture Capital Firms*, Bern (Schweiz), 2003.

Hall, John und Hofer Charles W. (1993): *Venture Capitalists' Decision Criteria in New Venture Evaluation*, in: *Journal of Business Venturing* 8 (1) (1993), S. 25-42.

Hammond, Kenneth R./ Hamm, Robert M./ Grassia, Janet/ Pearson, Tamra (1997): *Direct Comparison of the Efficacy of Intuitive and Analytical Cognition in Expert Judgment*, in: *Research on Judgment and Decision Making: Currents, Connections, and Controversies*, hrsg. v. William M. Goldstein und Robin M. Hogarth, Cambridge (Großbritannien), 1997, S. 144–180.

Hansmann, Karl-Werner (1995): *Prognose und Prognoseverfahren*, in: *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis* 3 (1995), S. 269-286.

Harris, Robert S./ Jenkinson, Tim / Kaplan, Steven N. (2014): *Private Equity Performance: What Do We Know?*, in *The Journal of Finance* 69 (5) (2014), S. 1851-1882.

Hashim, Mohd Khairuddin/ Ahmad, Sa'ari/ Zakaria, Mustafa (2006): *Evaluation Criteria and Investment Activities of Malaysian Venture Capital Companies*, in: *The Asian Economic Review : Journal of the Indian Institute of Economics* 48 (2) (2006), S. 219–229.

Hatzinger, Reinhold und Nagel, Herbert (2013): *Statistik mit SPSS – Fallbeispiele und Methoden*, 2., aktualisierte Auflage, München, 2013.

Hax, Herbert (1991): *Theorie der Unternehmung, information Anreize und Vertragsgestaltung*, in: Betriebswirtschaftslehre und ökonomische Theorie.

Hayn, Marc (1998): *Bewertung junger Unternehmen*, Herne, 1998.

Hellmann, Thomas und Puri, Manju (2002): *Venture Capital and the Professionalization of Start-Up Firms: Empirical Evidence*, in: The Journal of Finance 57 (1) (2002), S. 169-197.

Henselmann, Klaus und Barth, Thomas (2009): *Unternehmensbewertung in Deutschland. Empirie zur Bewertungspraxis*, Norderstedt, 1998.

Herrmann, Andreas/ Huber, Frank/ Kressmann, Frank (2006): *Varianz- und kovarianzbasierte Strukturgleichungsmodelle: Ein Leitfaden zu deren Spezifikation, Schätzung und Beurteilung*, in Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 58 (1) (2006), S. 34-66.

Hess, Rolf (2007): *Private Equity – Finanzierungsalternative für den Mittelstand*, Berlin, 2007.

Hilton, Denis J. (2001): *The Psychology of Financial Decision-Making: Applications to Trading, Dealing, and Investment Analysis*, in: The Journal of Psychology and Financial Markets 2 (1) (2001), S. 37-53.

Hoffmann, Peter und Ramke, Peter (1992): *Management Buy-Out in der Bundesrepublik Deutschland – Anspruch, Realität und Perspektiven*, 2., überarbeitete und erweiterte Auflage, Berlin, 1992.

Högemann, Bernd (2011): *Cultural Due Diligence*, in: Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, hrsg. v. Wolfgang Berens/ Hans U. Brauner/ Joachim Strauch, 6., überarbeitete und erweiterte Auflage, Stuttgart, 2011, S. 549–573.

Holm, Kurt (Hg.) (1975): *Die Befragung*, München, 1975.

Holzapfel, Hans-Joachim und Pöllath, Reinhard (2008): *Unternehmenskauf in Recht und Praxis: Rechtliche und steuerliche Aspekte*, 13. Auflage, 2008.

Hommel, Ulrich/ Ritter, Mischa/ Wright, Mike (2003): *Verhalten der Beteiligungsfinanzierer nach dem "downturn": Ergebnisse einer empirischen Untersuchung*, in: *Finanz-Betrieb* 5 (5) (2003), S. 323-333.

Howson, Peter (2012): *Commercial Due Diligence: The Key to Understanding Value in an Acquisition*, Chippenham/ Wiltshire (Großbritannien), 2012.

Hoyle, Rick H. (Hg.) (1999): *Statistical Strategies for Small Sample Research*, Thousand Oaks (USA), 1999.

Hwang, Min/ Quigley, John M./ Woodward, Susan E. (2005): *An Index for Venture Capital, 1987-2003*, in: *The B.E. Journal of Economic Analysis & Policy* 4 (1) (2005), S. 1-45.

Ibbotson, Roger G./ Sindelar, Jody L./ Ritter, Jay R. (2005): *Initial Public Offerings*, in: *Journal of Applied Corporate Finance* 1 (2) (2005), S. 37-45.

Ivanova, Ana und Rossitza, Tzvetkova (2001): *Exit-Strategien bei Private Equity Investments*, in: *Private Equity und Hedge Funds – Alternative Anlagekategorien im Überblick*, hrsg. v. Andreas Grünbichler, Steffen Graf und Alfred Gruber, 1. Auflage, Frankfurt am Main, 2001, S. 165-200.

Ivashina, Victoria und Kovner, Anna (2011): *The Private Equity Advantage: Leveraged Buyout Firms and Relationship Banking*, in: *The Review of Financial Studies* 24 (7) (2011), S. 2462-2498.

Jantz, Waldemar (2008): *Führung von Fonds und Beteiligungen in Down Periods*, in: *Private Equity Investments – Praxis des Beteiligungsmanagements*, hrsg. v. Stefan Jugel, 2. Auflage, Wiesbaden, 2008, S. 161-172.

Jensen, Michael C. (1989, überarbeitet 1997): *Eclipse of the Public Corporation*, in: *Harvard Business Review* September - October 1989 (1989), online verfügbar unter: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=146149 (Zugriff am 06. Juni 2015).

Jensen, Michael C. und Meckling, William H. (1976): *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in: *Journal of Financial Economics* 3 (1976), S. 305-360.

Jesch, Thomas/ Striegel, Andreas/ Boxberger, Lutz (Hg.) (2010): *Rechtshandbuch Private Equity*, 1. Auflage, München, 2010.

Jones Seymour und Cohen M. Bruce (1983): *The Emerging Business. Managing for growth.*, New York (USA), 1983.

Jugel, Stefan (Hg.) (2008): *Private Equity Investments – Praxis des Beteiligungsmanagements*, 2. Auflage, Wiesbaden, 2008.

Kaplan, Steven N. (1989a): *Management Buyouts: Evidence on Taxes as a Source of Value*, in: *The Journal of Finance* 44 (3) (1989), S. 611-632.

Kaplan, Steven N. (1989b): *The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value*, in: *Journal of Financial Economics* 24 (2) (1989), S. 217-254.

Kaplan, Steven N. (1991): *The Staying Power of Leveraged Buyouts*, National Bureau of Economic Research Working Paper Series 3653, März 1991, online verfügbar unter: <http://www.nber.org/papers/w3653> (Zugriff am 06. Juni 2015).

Kaplan, Steven N. und Schoar, Antoinette (2005): *Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows*, in: *The Journal of Finance* 60 (4) (2005), S. 1791-1823.

Kaplan, Steven N. und Stein, Jeremy C. (1993): *The Evolution of Buyout Pricing and Financial Structure in the 1980s*, in: *The Quarterly Journal of Economics* 108 (2) (1993), S. 313-357.

Kaplan, Steven N. und Strömberg, Per (2004): *Characteristics, Contracts, and Actions. Evidence from Venture Capitalist Analyses*, in: *The Journal of Finance* 59 (5) (2004), S. 2177-2210.

Kaplan, Steven N. und Strömberg, Per (2009): *Leveraged Buyouts and Private Equity*, in: *The Journal of Economic Perspectives* 23 (1) (2009), S. 121-146.

Karmann, Alexander J. (1992): *Principal-Agent-Modelle und Risikoallokation: Einige Grundprinzipien*, in: *Wirtschaftswissenschaftliches Studium* 21 (11) (1992), S. 557-562.

Kaserer, Christoph und Buchner, Axel (2006): *Zur Integration von Private Equity in die Portfoliosteuerung - Ein Vorschlag*, in: Bundesverband Alternative Investments – Newsletter 6 (2006), S. 29-34.

Kaserer, Christoph und Diller, Christian (2005): *Private Equity Funds: Return Characteristics, Return Drivers and Consequences for Investors*, in: Journal of Financial Transformation 15 (12) (2005), S. 107-117.

Kaserer, Christoph/ Schiereck, Dirk/ Achleitner, Ann-Kristin/ Einem, Christoph von (2007): *Private Equity in Deutschland – Rahmenbedingungen, ökonomische Bedeutung und Handlungsempfehlungen*, 1. Auflage, Norderstedt, 2007.

Kaserer, Christoph und Wagner, Niklas (2006): *Zur Messung von Rendite und Risiko bei Private Equity-Investments*, in: Kapitalmarkt, Unternehmensfinanzierung und rationale Entscheidungen – Festschrift für Jochen Wilhelm, hrsg. v. Wolfgang Kürsten und Bernhard Nietert, Berlin, 2006, S. 95-108.

Kaserer, Christoph/ Wagner, Niklas/ Achleitner, Ann-Kristin (2003): *Managing Investment Risks of Institutional Private Equity Investors: The Challenge of Illiquidity*, CEFS Working Paper Series 2003-01, Dezember 2003, online verfügbar unter: <http://www.cefs.de/files/200301-cefs-wp.pdf> (Zugriff am 06. Juni 2015).

Kennedy, Peter (2008): *A Guide to Econometrics*. 6. Auflage, Malden (USA), 2011.

Kiener, Stefan (1990): *Die Principal-Agent-Theorie aus informationsökonomischer Sicht*, Dissertation, Heidelberg, 1990.

Kinzius, Kurt-Jürgen (2011): *Due Diligence aus Sicht von Finanzinvestoren*, in: Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, hrsg. v. Wolfgang Berens/ Hans U. Brauner/ Joachim Strauch, 6., überarbeitete und erweiterte Auflage, Stuttgart, 2011, S. 801-817.

Kirschhofer-Bozenhardt, Andreas von und Kaplitza, Gabriele (1975): *Der Fragebogen*, in: Die Befragung, hrsg. v. Kurt Holm, München, 1975, S. 92-126.

Kitzmann, Jana (2005): *Private Equity in Deutschland – Zur Performance von Management Buyouts*, Dissertation, Wiesbaden, 2005.

Klein, Klaus-Günter/ Jonas, Martin (2011): *Due Diligence und Unternehmensbewertung*, in: *Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen*, hrsg. v. Wolfgang Berens/ Hans U. Brauner/ Joachim Strauch, 6., überarbeitete und erweiterte Auflage, Stuttgart, 2011, S. 155-176.

Klein, Martin (2010): *Add-In basierte Softwaretools zur stochastischen Unternehmensbewertung? – Spreadsheet-basierte Monte-Carlo-Simulation und Risikoanalyse bei den vier marktführenden Softwarepaketen im Vergleich*, Working Papers in Accounting Valuation Auditing 2010-7, 2010, online verfügbar unter:

<http://www.econstor.eu/dspace/bitstream/10419/36702/1/631127364.pdf> (Zugriff am 06. Juni 2015).

Klein, Martin (2010): *Monte-Carlo Simulation und Due Diligence – Ein methodischer Ansatz zur computergestützten Aggregation von Wahrscheinlichkeitsverteilungen aus Expertenbefragungen*, Working Papers in Accounting Valuation Auditing 2010-5, online verfügbar unter: <http://econstor.eu/bitstream/10419/32770/1/626814278.pdf> (Zugriff am 06. Juni 2015).

Klein, Martin (2011): *Monte-Carlo-Simulation und Fuzzifizierung qualitativer Informationen bei der Unternehmensbewertung*, Dissertation, Nürnberg, 2011.

Kmenta, Jan und Ramsey, James B. (Hg.): *Evaluation of Econometric Models*, New York (USA), 1980.

Knigge, A./ Nowak, E./ Schmidt, D. (2006): *On the Performance of Private Equity Investments: Does market timing matter?*, in: *Journal of Financial Transformation* 16 (4) 2006, S. 123-134.

Koch, Alfred und Menke, Jan-Philipp (2011): *IT Due Diligence*, in: *Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen*, hrsg. v. Wolfgang Berens/ Hans U. Brauner/ Joachim Strauch, 6., überarbeitete und erweiterte Auflage, Stuttgart, 2011, S. 623-653.

Koller, Tim/ Goedhart, Marc/ Wessels, David (2005): *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 4. Auflage, Hoboken (USA), 2005.

KPMG (Hg.) (2006): *Market Outlook for Leveraged Finance and Private Equity in Germany – KPMG's Leveraged Finance Study 2005*, Februar 2006, online verfügbar unter: <http://www.presseportal.de/showbin.htx?id=51379&type=document&action=download&attname=pesurvey2006.pdf> (Zugriff am 06. Juni 2015).

Krafft, Manfred/ Götz, Oliver/ Liehr-Gobbers, Kerstin (2005): *Die Validierung von Strukturgleichungsmodellen mit Hilfe des Partial-Least-Squares (PLS)-Ansatzes*, in: Handbuch PLS-Pfadmodellierung – Methode, Anwendung, Praxisbeispiele, hrsg. v. Friedhelm Bliemel/ Andreas Eggert/ Georg Fassott/ Jörg Henseler, Stuttgart, (2005), S. 71-86.

Kraft, Volker (2001a): *Erfolgreiches Management von Private Equity-Investitionen in Turnarounds und Restrukturierungen*, TurnaroundInvest, 2001, online verfügbar unter: <http://www.turnaroundinvest.com/Articles/Turnaroundinvest.pdf> (Zugriff am 06. Juni 2015).

Kraft, Volker (2001b): *Private Equity-Investitionen in Krisenunternehmen - empirische Ergebnisse*, in: Private Equity und Hedge Funds – Alternative Anlagekategorien im Überblick, hrsg. v. Andreas Grünbichler, Steffen Graf und Alfred Gruber, 1. Auflage, Frankfurt am Main, 2001, S. 125-161.

Krolle, Sigrid/ Schmitt, Günter/ Schwetzler, Bernhard Hg. (2005): *Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung – Anwendungsbereiche, Problemfälle, Lösungsalternativen*, 1. Auflage, Stuttgart, 2005.

Krone, Martin (2004): *Personalarbeit bei Mergers & Acquisitions*, Hans-Böckler-Stiftung Arbeitspapier 91, August 2004, online verfügbar unter: http://www.boeckler.de/pdf/p_arbp_091.pdf (Zugriff am 06. Juni 2015).

Kropp, Matthias (1992): *Management-Buyouts und die Theorie der Unternehmung*, Schriftenreihe für Kreditwirtschaft und Finanzierung Band 10, Wiesbaden, 1992.

Kuhner, Christoph (1999): *Verfügungsrechte an Unternehmensinformationen: Die Verrechtlichung des Informationsflusses zwischen Unternehmen und Kapitalmarkt im Blickfeld ökonomischer Analysen*, Stuttgart, 1999.

Kumar, A. Vinay und Kaura, Mohinder N. (2003): *Venture Capitalists' Screening Criteria*, in: Vikalpa 28 (2) (2003), S. 49-60.

Kürsten, Wolfgang und Nietert, Bernhard (Hg.) (2006): *Kapitalmarkt, Unternehmensfinanzierung und rationale Entscheidungen – Festschrift für Jochen Wilhelm*, Berlin, 2006.

Kyrer, Alfred (2001): *Wirtschaftslexikon*, 4., vollständig neu bearbeitete und stark erweiterte Auflage, München, 2001.

Landström, Hans (Hg.) (2007): *Handbook of Research on Venture Capital*, Cheltenham (Großbritannien), 2007.

Lang, Franz Peter (1998): *Außenwirtschafts-Alphabet – Begriffe des Auslandsgeschäfts von A – Z*, Deutsche Bank (Hg.), 7., vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage, Frankfurt am Main 1998.

Lauszus, Dieter und Hock, Sebastian (2011): *Market Due Diligence*, in: *Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen*, hrsg. v. Wolfgang Berens/ Hans U. Brauner/ Joachim Strauch, 6., überarbeitete und erweiterte Auflage, Stuttgart, 2011, S. 501-521.

Laux, Helmut (1990): *Risiko, Anreiz und Kontrolle – Principal-Agent-Theorie – Einführung und Verbindung mit dem Delegationswert-Konzept*, Berlin, 1990.

Lawrence, Gary M. (1994): *Due Diligence in Business Transactions*, Business Law Series Band 1, New York (USA), 1994.

Leopold, Günter und Frommann, Holger (1998): *Eigenkapital für den Mittelstand – Venture Capital im In- und Ausland*, München, 1998.

Leopold, Günter/ Frommann, Holger/ Kühr, Thomas (2003): *Private Equity - Venture Capital – Eigenkapital für innovative Unternehmer*, 2., überarbeitete und aktualisierte Auflage, München, 2003.

Lerner, Josh (1995): *Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms*, in: *The Journal of Finance* 50 (1) (1995), S. 301-318.

Lerner, Joshua/ Hardymon, Felda/ Leamon, Ann (2005): *Venture Capital and Private Equity – A Casebook*. 3. Auflage, New York (USA), 2005.

Lerner, Josh/ Leamon, Ann/ Hardymon, Felda (2012): *Venture Capital, Private Equity, and the Financing of Entrepreneurship*, New York (USA), 2012.

Lerner, Joshua und Schoar, Antoinette (2002): *The Illiquidity Puzzle: Theory and Evidence from Private Equity*, NBER Working Paper Series 9146, September 2002, online verfügbar unter: <http://www.nber.org/papers/w9146.pdf> (Zugriff am 06. Juni 2015).

Leslie, Phillip und Oyer, Paul E. (2008): *Managerial Incentives and Value Creation: Evidence from Private Equity*, NBER Working Paper Series 14331, September 2008, online verfügbar unter: <http://www.nber.org/papers/w14331.pdf> (Zugriff am 06. Juni 2016).

Lichtenberg, Frank R. und Siegel, Donald (1990): *The Effects of Leveraged Buyouts on Productivity and Related Aspects of Firm Behavior*, in: *Journal of Financial Economics* 27 (1) (1990), S. 165-194.

Liles, Patrick R. (1977): *Sustaining the Venture Capital Firm*, Cambridge (USA), 1977.

Ljungqvist, Alexander und Richardson, Matthew (2003): *The Cash Flow, Return and Risk Characteristics of Private Equity*, NBER Working Paper Series 9454, Januar 2003, online verfügbar unter: <http://www.nber.org/papers/w9454.pdf> (Zugriff am 06. Juni 2015).

Ljungqvist, Alexander/ Richardson, Matthew/ Wolfenzon, Daniel (2008): *The Investment Behavior of Buyout Funds*, NBER Working Paper Series 14180, Juli 2008, online verfügbar unter: <http://www.nber.org/papers/w14180.pdf> (Zugriff am 06. Juni 2015).

Lohmöller, Jan-Bernd (1989): *Latent Variable Path Modeling with Partial Least Squares*, Heidelberg, 1989.

Lowenstein, (1985): *Management Buyouts*, in: *Columbia Law Review* 85 (1985), 730-784.

Kreps, David M. (1994): *Mikroökonomische Theorie*, Landsberg am Lech, 1994.

MacMillan, Ian C./ Zemann, Lauriann/ Subbanarasimha, P. N. (1987): *Criteria Distinguishing Successful from Unsuccessful Ventures in the Venture Screening Process*, in: *Journal of Business Venturing* 2 (2) (1987), S. 123-137.

Maier, Angela (2007): *Der Heuschrecken-Faktor – Finanzinvestoren in Deutschland: Wer sind sie? Wie arbeiten sie? Wer profitiert wirklich?*, München, 2007.

Mandl, Gerwald und Rabel, Klaus (1997): *Unternehmensbewertung – Eine praxisorientierte Einführung*, Wien, 1997.

Marcoulides, George A. (Hg.) (1998): *Modern Methods for Business Research*, Mahwah (USA), 1998.

Markowitz, Harry M. (1952): *Portfolio Selection*, in: *Journal of Finance* 7 (1) (1952), S. 77-91.

Marten, Kai-Uwe und Köhler, Annette (1999): *Due Diligence in Deutschland. Eine empirische Untersuchung*, in: *Finanz-Betrieb* 1999 11 (1999), S. 337-348.

Mason, Colin und Stark, Matthew (2004): *What Do Investors Look for in a Business plan? A Comparison of the Investment Criteria of Bankers, Venture Capitalists and Business Angels*, in: *International Small Business Journal* 22 (3) (2004), S. 227-248.

Matschke, Manfred Jürgen und Brösel, Gerrit (2013): *Unternehmensbewertung – Funktionen, Methoden, Grundsätze*, 4., vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage, Wiesbaden, 2013.

Maupin, Rebekah J./ Bidwell, Clinton M./ Ortegren, Alan K. (1984): *An Empirical Investigation of the Characteristics of Publicly-Quoted Corporations which Change to Closely-Held Ownership through Management Buyouts*, in: *Journal of Business Finance & Accounting* 11 (4) (1984), S. 435-450.

May, Hermann (Hg.) (2006): *Lexikon der ökonomischen Bildung*, 6., völlig überarbeitete und erweiterte Auflage, München, 2006.

Mayer, Michael und Müller, Raymund (1991): *Die Deutsche Wagnisfinanzierungs-Gesellschaft mbH (WFG) – Erfahrungen und Ergebnisse eines Modellvorhabens*, Fraunhofer Gesellschaft, Karlsruhe, 1991.

Meinecke, Reinhard und Meinecke, Philipp (2005): *Wichtige Check-List-Punkte von Finanzinvestoren*, in: *Unternehmensentwicklung mit Finanzinvestoren: Eigenkapitalstärkung, Wertsteigerung, Unternehmensverkauf*, hrsg. v. Wolfgang Berens/ Hans U. Brauner/ Jürgen Frodemann, Stuttgart, 2005, S. 121-135.

Merkt, Hanno (1995): *Due Diligence und Gewährleistung beim Unternehmenskauf*, in: *Betriebs-Berater* 21 (1995), S. 1041-1048.

Metrick, Andrew und Yasuda, Ayako (2010): *The Economics of Private Equity Funds*, in: *The Review of Financial Studies* 23 (6) (2010), S. 2303-2341.

Meyering, Stephan (2007): *Existenzgründung durch Einzelunternehmenskauf – Bewertung, Kaufpreiszahlung, Ertragsteuern*, Berlin, 2007.

Milde, Hellmuth (1988): *Die Theorie der adversen Selektion*, in: *Wirtschaftswissenschaftliches Studium* 17 (1) (1998), S. 1-6.

Milgrom, Paul und Roberts, John (1992): *Economics, Organization and Management*, 1. Auflage, Englewood Cliffs (USA), 1992.

Milgrom, Paul R. (1981): *Good News and Bad News – Representation Theorems and Applications*, in: *The Bell Journal of Economics* 12 (2) (1981), S. 380-391.

Misirli, Osman (1988): *Venture-Capital-Gesellschaften als Intermediäre auf dem Kapitalmarkt*, Dissertation, Bergisch Gladbach u.a, 1988.

Moosmüller, Gertrud (2004): *Methoden der empirischen Wirtschaftsforschung*, 1. Auflage, München, 2004.

Moxter, Adolf (1983): *Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung*, 2., vollständig umgearbeitete Auflage, Wiesbaden, 1983.

Müller, Klaus-Peter und Steffens, Udo (Hg.) (2008): *Die Zukunft der Finanzdienstleistungsindustrie in Deutschland – Innovationen zur Steigerung der Leistungs- und Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland*, 1. Auflage, Frankfurt am Main, 2008.

Münstermann, Hans (1966): *Wert und Bewertung der Unternehmung*, Wiesbaden, 1966.

Murphy, Kevin J. (1999): *Executive Compensation*, in: *Handbook of Labor Economics* 3 (1999), S. 2485-2563.

Naples, Gregory (1988): *Section 1244, Small Business Stock Losses: A Re-Acquaintance That Will Survive Tax Reform and a Proposal for Change*, in: *Marquette Law Review* 71 (2), S. 283-308.

Nawe, Dirk und Nagel, Frank (2011): *Due Diligence im Rahmen von Unternehmensverkäufen*, in: *Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen*, hrsg. v. Wolfgang Berens/ Hans U. Brauner/ Joachim Strauch, 6., überarbeitete und erweiterte Auflage, Stuttgart, 2011, S. 775-800.

Nitzl, Christian (2010): *Eine anwenderorientierte Einführung in die Partial Least Square (PLS)-Methode*, Institut für Industrielles Management Arbeitspapier Nr. 21, Februar 2010, Hamburg, online verfügbar unter: http://www.ibl-unihh.de/ap21_Stand_Juni2010.pdf (Zugriff am 06. Juni 2015).

Norton, Edgar Albert (1991): *Capital Structure and Small Growth Firms*, in: *The Journal of Small Business Finance* 1 (2) (1991), S. 161-177.

Ordelheide, Dieter/ Rudolph, Bernd/ Büsselmann, Elke (Hg.) (1991): *Betriebswirtschaftslehre und Ökonomische Theorie*, Stuttgart, 1991.

Oster, Sharon M. (1999): *Modern Competitive Analysis*, 3. Auflage, New York (USA), 1999.

Palepu, Krishna G. (1990): *Consequences of Leveraged Buyouts*, in: *Journal of Financial Economics* 27 (1) (1990), S. 247-262.

Perry, Susan E. und Williams, Thomas H. (1994): *Earnings Management Preceding Management Buyout Offers*, in: *Journal of Accounting & Economics* 18 (2) (1994), S. 157-179.

Perseus Publishing (2003): *The Ultimate Business Dictionary: Defining the World of Work*, Cambridge (USA), 2003.

Petersen, Karl/ Zwirner, Christian/ Brösel, Gerrit (Hg.) (2013): *Handbuch Unternehmensbewertung - Funktionen, moderne Verfahren, Branchen, Rechnungslegung*, Köln, 2013.

Phalippou, Ludovic (2007): *Investing in Private Equity Funds: A survey*, The Research Foundation of CFA Institute 2 (2) (2007), online verfügbar unter: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=980243 (Zugriff am 06. Juni 2015).

Phalippou, L. und Gottschalg, O. (2009): *The Performance of Private Equity Funds*, in: *The Review of Financial Studies* 22 (4) (2009), S. 1747-1776.

Picot, Arnold (1991): *Ökonomische Theorien der Organisation. Ein Überblick über neuere Ansätze und deren betriebswirtschaftliches Anwendungspotential*, in: Betriebswirtschaftslehre und Ökonomische Theorie, hrsg. v. Dieter Ordelheide/ Bernd Rudolph/ Elke Büsselmann, Stuttgart, 1991.

Poech, Angela/ Achleitner, Ann-Kristin/ Burger-Calderon, Max (2005): *Private Equity in Familienunternehmen: Eine empirische Untersuchung zu psychologischen Aspekten der Transaktionsentscheidung*, in: Finanz-Betrieb 7 (5) (2005), S. 289–295.

Popov, Alexander und Roosenboom, Peter (2009): *On the Real Effects of Private Equity Investment: Evidence from New Business Creation*, European Central Bank Working Paper Series 1078, August 2009, online verfügbar unter: http://ssrn.com/abstract_id=1436894 (Zugriff am 06. Juni 2015).

Portisch, Wolfgang (Hg.) (2008): *Finanzierung im Unternehmenslebenszyklus*, 1. Auflage, München, 2008.

Posner, Dirk (1996): *Early-Stage-Finanzierungen – Spannungsfeld zwischen Gründern, Investoren und staatlichen Rahmenbedingungen*, Dissertation, Wiesbaden, 1996.

Povaly, Stefan (2007): *Private Equity Exits: Divestment Process Management for Leveraged Buyouts*, Berlin, 2007.

Pratt, John W. und Zeckhauser, Richard (1991): *Principals and Agents – The Structure of Business*, Boston (USA), 1991.

Pratt, Shannon P. und Niculita, Alina V. (2008): *Valuing a Business*, 5. Auflage, New York, 2008.

Pratt, Stanley E. (Hg.) (1998): *Pratts Guide to Venture Capital Sources: Venture Economics*, 22. Auflage, Wellesley Hills (USA), 1998.

Pratt, Stanley E. und Lloyd, Susan E. (1985): *Venture Economics: Guide to European Venture Capital Sources*, London, 1985.

Prowse, Stephen D. (1998): *The Economics of the Private Equity Market*, in: Economic and Financial Policy Review Q3 (1998), S. 21-34.

Reineke, Malte (2009): *Interorganisationales Lernen in Buy-Outs: Eine empirische Analyse europäischer Portfoliounternehmen*, Dissertation, Hamburg, 2009.

Renneboog, Luc/ Simons, Tomas/ Wright, Mike (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* 13 (4) (2007), S. 591-628.

Ringle, Christian Marc (2004): *Gütemaße für den Partial-least-squares-Ansatz zur Bestimmung von Kausalmodellen*, Institut für Industrielles Management Arbeitspapier Nr. 16, Hamburg, Februar 2004, online verfügbar unter:

http://marketingcenter.de/mcm/studium/veranstaltungen/downloads/2011_WS/AdvancedMarketResearch/Ringle_WP_2004_Guetemasse.pdf (Zugriff am 06.06.2015).

Ringle, Christian Marc und Spreen, Florentine (2007): *Beurteilung der Ergebnisse von PLS-Pfadanalysen*, in: *Das Wirtschaftsstudium* 36 (2) (2007), S. 211-216.

Ringle, Christian M./ Wende, Sven/ Becker, Jan-Michael (2015): *SmartPLS 3, Software Version 3.2.0*, Boenningstedt: SmartPLS GmbH, <http://www.smartpls.com>.

Robert, Christian und Casella, George (2010): *Monte Carlo Statistical Methods*, 2. Auflage, New York (USA), 2010.

Röchert, Normann (2001): *Venture Capital in Deutschland – Wagniskapital für Existenzgründer*, Leipzig, 2001, online verfügbar unter:

<http://www.uni-leipzig.de/bankinstitut/dokumente/2001-02-01-01.pdf> (Zugriff am 06. Juni 2015).

Ross, Stephen A. (1973): *The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem*, in: *The American Economic Review* 63 (2) (1973), S. 134-139.

Rudolph, Bernd und Fischer, Christoph (2000): *Der Markt für Private Equity*, in: *Finanz-Betrieb* 2 (1) (2000), S. 49-56.

Rügemer, Werner (2005): *Investitionen ohne Arbeitsplätze*, in: *WSI-Mitteilungen* 58 (1) (2005), S. 49-54, online verfügbar unter:

http://www.boeckler.de/pdf/wsimit_2005_01_Ruegemer.pdf (Zugriff am 06. Juni 2015)

Ruhnka, John C. und Young, John E. (1987): *A Venture Capital Model of the Development Process for New Ventures*, in: *Journal of Business Venturing* 2 (2) (1987), S. 167-184.

Sahlman, William A. (1990): *The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations*, in: *Journal of Financial Economics* 27 (2) (1990), S. 473-521.

Schäfer, Dorothea (2004): *Hedge-Fonds - eine gute Anlageform?*, in: *Wochenbericht des DIW Berlin* 32 (2004), S. 463–468, online verfügbar unter:

http://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw_01.c.92626.de/04-32-2.pdf (Zugriff am 06. Juni 2015).

Schäfer, Dorothea und Fischer, Alexander (2008): *Die Bedeutung von Buyouts/Ins für unternehmerische Effizienz, Effektivität und Corporate Governance*, DIW Studie, Berlin, 2008.

Schäfer, Henry und Schässburger, Bernd (2001): *Bewertungsmängel von CAPM und DCF bei innovativen wachstumsstarken Unternehmen und optionspreistheoretische Alternativen*, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* 71 (1) (2001), S. 85-107.

Schefczyk, Michael (2000): *Finanzieren mit Venture-Capital – Grundlagen für Investoren, Finanzintermediäre, Unternehmer und Wissenschaftler*, Stuttgart, 2000.

Schmalen, Helmut (2002): *Grundlagen und Probleme der Betriebswirtschaft*, 12., überarbeitete Auflage, Stuttgart, 2002.

Schmidt, Reinhard H. (1979): *Die Rolle von Informationen und Institutionen auf Finanzmärkten*, Habilitation, Frankfurt am Main, 1979.

Schmidt, Reinhard H. (1985): *Venture-Capital aus der Sicht der Finanzierungstheorie*, in: *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis* 37 (5) (1985), S. 421-437.

Schmitting, Walter (2011): *Perspektiven eines Risikomanagements im Rahmen von Unternehmensakquisition und Due Diligence*, in: *Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen*, hrsg. v. Wolfgang Berens/ Hans U. Brauner/ Joachim Strauch, 6., überarbeitete und erweiterte Auflage, Stuttgart, 2011, S. 227-263.

Schneck, Ottmar (Hg.) (2007): *Lexikon der Betriebswirtschaft – 3500 Begriffe mit allen wichtigen Wirtschaftsgesetzen*, Version 4.0, München, 2007.

Schneider, Dieter (Hg.) (1987): *Kapitalmarkt und Finanzierung*, Berlin, 1987.

Scholtis, Thomas (1998): *Vertragsgestaltung bei Informationsasymmetrie*, Dissertation, Wiesbaden, 1998.

Schuh, Günther/ Schönig, Sebastian/ Untiedt, Dirk/ Anna-Lena Schulte-Gehrmann (2011): *Commercial-technological Due Diligence*, in: *Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen*, hrsg. v. Wolfgang Berens/ Hans U. Brauner/ Joachim Strauch, 6., überarbeitete und erweiterte Auflage, Stuttgart, 2011, S. 593-622.

Schween, Karsten (1996): *Corporate Venture Capital – Risikokapitalfinanzierung deutscher Industrieunternehmen*, Dissertation, Wiesbaden, 1996.

Schwetzer, Bernhard (2005): *Bewertungsverfahren für Early-Stage-Finanzierungen*, in: *Entrepreneurial Finance – Kompendium der Gründungs- und Wachstumsfinanzierung*, hrsg. v. Christoph Börner und Dietmar Grichnik, Heidelberg, 2005, S. 155-177.

Scott, Cornelia (Hg.) (2001): *Due Diligence in der Praxis – Risiken minimieren bei Unternehmenstransaktionen*, 1. Auflage, Wiesbaden, 2001.

Shapiro, Robert (2009): *The Role of the Private Equity Sector Promoting Economic Recovery*, März 2009, online verfügbar unter:
http://www.pegcc.org/wordpress/wp-content/uploads/pec_economic-recovery_032309a.pdf
(Zugriff am 06. Juni 2015)

Shapiro, Robert und Pham, Nam D. (2008): *American Jobs and the Impact of Private Equity Transactions*, Januar 2008, online verfügbar unter:
<http://www.pegcc.org/wordpress/wp-content/uploads/pec-jobs-study-01-17-08.pdf> (Zugriff am 06. Juni 2015).

Shepherd, Dean A. und Zacharakis, Andrew (1999): *Conjoint Analysis: A New Methodological Approach for Researching the Decision Policies of Venture Capitalists*, in: *Venture Capital* 1 (3) (1999), S. 197-217.

Shepherd, Dean A. und Zacharakis, Andrew (2002): *Venture Capitalists' Expertise: A Call for Research into Decision Aids and Cognitive Feedback*, in: *Journal of Business Venturing* 17 (1) (2002), S. 1-20.

Shepherd, Dean A./ Zacharakis, Andrew/ Baron, Robert A. (2003): *VCs' Decision Processes: Evidence Suggesting More Experience May Not Always Be Better*, in: *Journal of Business Venturing* 18 (3) (2003), S. 381-401.

Sieben, Günter und Schildbach, Thomas (1979): *Zum Stand der Entwicklung der Lehre von der Bewertung ganzer Unternehmen*, in: *Deutsches Steuerrecht* 17 (16) (1979), S. 455-461.

Simon, Herbert A. (1987): *Making Management Decisions: The Role of Intuition and Emotion*, in: *The Academy of Management Executive* (1987-1989) 1 (1) (1987), S. 57-64.

Siskos, Jean und Zopounidis, Constantin (1987): *The Evaluation Criteria of the Venture Capital Investment Activity: An Interactive Assessment*, in: *European Journal of Operational Research* 31 (3) (1987), S. 304-313.

Slovic, Paul (1972): *Psychological Study of Human Judgement: Implications for Investment Decision Making*, in: *The Journal of Finance* 27 (4) (1972), S. 779-799.

Smith, Abbie Jean (1990): *Corporate Ownership Structure and Performance – The Case of Management Buyouts*, in: *Journal of Financial Economics* 1990 27 (1) (1990), S. 143-164.

Spremann, Klaus (1987): *Zur Reduktion von Agency-Kosten*, in: *Kapitalmarkt und Finanzierung*, hrsg. v. Dieter Schneider, Berlin, 1987, S. 341-350.

Spremann, Klaus (1990): *Asymmetrische Information*, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* 60 (1990), S. 561-586.

Statistisches Bundesamt (2006) (Hg.): *Die Chance nutzen - Reformen mutig voranbringen – Jahresgutachten 2005/06*, Wiesbaden: Statistisches Bundesamt, Sachverständigenrat zur Begutachtung der Gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, 2005/06, 2006.

Stier, Winfried (1996): *Empirische Forschungsmethoden*, 1. Auflage, Berlin, 1996.

Stöppler, Siegmund (Hg.) (1985): *Information und Produktion*, Stuttgart, 1985.

Stouffer, Samuel Andrew (1950): *Measurement and Prediction*, Princeton (USA), 1950.

Strasser, Brigitte (2000): *Informationsasymmetrien bei Unternehmensakquisitionen*, Dissertation, Frankfurt am Main, 2000.

Strauch, Joachim (2004): *Unternehmensbewertung und Grundsätze ordnungsmäßiger Due Diligence*, Dissertation, Münster, 2004.

Strömberg, Per (2007): *The New Demography of Private Equity*, Dezember 2007, online verfügbar unter:

[http://www.sifr.org/PDFs/stromberg\(demography2008\).pdf?q=predicting-ipo-failures-in-the-old-and-new-economies](http://www.sifr.org/PDFs/stromberg(demography2008).pdf?q=predicting-ipo-failures-in-the-old-and-new-economies) (Zugriff am 06. Juni 2015).

Strömberg, Per (2009): *The Economic and Social Impact of Private Equity in Europe: Summary of Research Findings*, September 2009, online verfügbar unter:

http://www.fvca.fi/files/30/EVCA_DOC_RP_ECONIMPACT_0909.pdf (Zugriff am 06. Juni 2015).

Stucke, Rüdiger (2011): *Updating History*, Dezember 2011, online verfügbar unter: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1967636 (Zugriff am 06. Juni 2015).

Suksriwong, Sakorn (2004): *Investment Criteria of Venture Capital Companies and the Roles of Government*, Dissertation, Adelaide (Australien), 2004.

Swensen, David F. (2000): *Pioneering Portfolio Management – An Unconventional Approach to Institutional Investment*, New York, 2000.

Takahashi, Dean und Alexander, Seth (2002): *Illiquid Alternative Asset Fund Modeling*, in: *The Journal of Portfolio Management* 28 (2) (2002), S. 90-100.

Shah, Tarang und Shah, Sheetal (2011): *Venture Capitalists at Work – How VCs Identify and Build Billion-Dollar Successes*, Berkely (USA), 2011.

Trimborn, Anja (2011): *Tax Due Diligence*, in: Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, hrsg. v. Wolfgang Berens/ Hans U. Brauner/ Joachim Strauch, 6., überarbeitete und erweiterte Auflage, Stuttgart, 2011, S. 443-469.

Tyebjee, Tyzoon T. und Bruno, Albert V. (1984): *A Model of Venture Capitalist Investment Activity*, in: Management Science 30 (9) (1984), S. 1051-1066.

United States / Small Business Administration (1977): *Report of the SBA Task Force on Venture and Equity Capital for Small Business*, Washington (USA), 1977.

Urweyler, Antje und Wilde, Christian (2001): *Private Equity in der Asset Allokation - ein Portfolio-Ansatz*, in: Private Equity und Hedge Funds – Alternative Anlagekategorien im Überblick, hrsg. v. Andreas Grünbichler, Steffen Graf und Alfred Gruber, 1. Auflage, Frankfurt am Main, 2001, S. 125–164, S. 201-224.

van Osnabrugge, Mark (2000): *A Comparison of Business Angel and Venture Capitalist Investment Procedures: An Agency Theory-Based Analysis*, in: Venture Capital 2 (2) (2000), S. 91-109.

Vollerthun, Christine A. (2012): *Mitarbeiterengagement und Unternehmenserfolg – Evaluation eines motivationsorientierten Kulturwandelprogramms*, Dissertation, Aachen, 2012.

Weiber, Rolf und Mühlhaus, Daniel (2014): *Strukturgleichungsmodellierung: Eine anwendungsorientierte Einführung in die Kausalanalyse mit Hilfe von AMOS SmartPLS und SPSS*, 2., erweiterte und korrigierte Auflage, Berlin, 2014.

Weiler, Axel (2005): *Verbesserung der Prognosegüte bei der Unternehmensbewertung. Konvergenzprozesse in der Restwertperiode*. Dissertation, Aachen, 2005.

Weir, Charles/ Laing, David/ Wright, Mike (2005): *Undervaluation, Private Information, Agency Costs and the Decision to Go Private*, in: Applied Financial Economics 15 (13) (2005), S. 947-961.

Weißberger, Barbara E. (1997): *Die Informationsbeziehung zwischen Management und Rechnungswesen – Analyse Institutionaler Koordination*, Wiesbaden, 1997.

Wenger, Ekkehard und Terberger, Eva (1988): *Die Beziehung zwischen Agent und Prinzipal als Baustein einer ökonomischen Theorie der Organisation*, in: *Wirtschaftswissenschaftliches Studium* 17 (10) (1998), S. 506-514.

Wild, Jürgen (1982): *Grundlagen der Unternehmensplanung*, 4. Auflage, Opladen, 1982.

Wilhelm, Jochen (2002): *Risikoabschläge, Risikozuschläge und Risikoprämien: Finanzierungstheoretische Anmerkungen zu einem Grundproblem der Unternehmensbewertung*, Universität Passau – Passauer Diskussionspapiere Betriebswirtschaftliche Reihe B-9-02, online verfügbar unter: http://www.wiwi.uni-passau.de/fileadmin/dokumente/lehrstuehle/wilhelm/pdf/Risikoabschlaege_Risikozuschlaege_Risikopraemien.pdf (Zugriff am 06. Juni 2015).

Wilhelm, Jochen (2005): *Unternehmensbewertung: Eine finanzmarkttheoretische Untersuchung*, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* 75 (6) (2005), S. 631-665.

Wohlschieß, Volker (1996): *Unternehmensfinanzierung bei asymmetrischer Informationsverteilung*, Dissertation, Wiesbaden, 1996.

Wold, Hernan (1980): *Model Construction and Evaluation When Theoretical Knowledge Is Scarce: Theory and Application of Partial Least Squares*, in: *Evaluation of Econometric Models*, hrsg. v. Jan Kmenta und James B. Ramsey, New York (USA), 1980, S. 47-74.

Woll, Artur (Hg.) (2008): *Wirtschaftslexikon*, 10., vollständig neu bearbeitete Auflage, München, 2008.

Woodward, Susan E. und Hall, Robert E. (2003): *Benchmarking the Returns to Venture Capital*, National Bureau of Economic Research Working Paper Series 10202, Dezember 2003, online verfügbar unter: <http://www.nber.org/papers/w10202.pdf> (Zugriff am 06. Juni 2015).

Wright, Mike (1998): *Venture Capital and Private Equity: A Review and Synthesis*, in: *Journal of Business Finance & Accounting* 25 (5/6) (1998), S. 521-570.

Wu, Betty H. T. (2009): *Shall We Dance? The Rationale for Leveraged Buyout Syndication*, University of Amsterdam, Januar 2010, online verfügbar unter: <http://dare.uva.nl/document/2/80608> (Zugriff am 06. Juni 2015).

Wupperfeld, Udo (1996): *Finanzierung junger Technologieunternehmen mit Beteiligungskapital*, in: Marketing und Finanzierung junger Technologieunternehmen – Den Gründungserfolg sichern, hrsg. v. Wolfgang Baier, Wiesbaden, 1996, S. 116-140.

Zacharakis, Andrew und Meyer, G. Dale (1998): *A Lack of Insight: Do Venture Capitalists Really Understand their Own Decision Process?*, in: Journal of Business Venturing 13 (1) (1998), S. 57-76.

Zacharakis, Andrew und Meyer, G. Dale (2000): *The Potential of Actuarial Decision Models: Can they Improve the Venture Capital Investment Decision?*, in: Journal of Business Venturing 15 (4) (2000), S. 323-346.

Zacharakis, Andrew und Shepherd, Dean A. (1999): *Knowledge, Overconfidence and the Quality of Venture Capitalists' Decisions*, Proceedings of the 13th Annual National Conference of the United States Association for Small Business and Entrepreneurship, United States Association for Small Business and Entrepreneurship, San Diego (USA), 1999.

Zacharakis, Andrew und Shepherd, Dean A. (2001): *The Nature of Information and Overconfidence on Venture Capitalists' Decision Making*, in: Journal of Business Venturing 16 (4) (2001), S. 311-332.

Zacharakis, Andrew und Shepherd, Dean A. (2007): *The Pre-Investment Process: Venture Capitalists' Decision Policies*, in: Handbook of Research on Venture Capital, hrsg. v. Hans Landström, Cheltenham, S. 177-192.

Zimmermann, Gebhard (2000): *Investitionsrechnung – Fallorientierte Einführung*, München, 2000.

Zinnbauer, Markus und Eberl, Markus (2004): *Die Überprüfung von Spezifikation und Güte von Strukturgleichungsmodellen: Verfahren und Anwendung*, LMU München – Schriften zur empirischen Forschung und quantitativen Unternehmensplanung 21/2004, online verfügbar unter:

http://www.imm.bwl.uni-muenchen.de/forschung/schriftenefo/ap_efoplan_21.pdf (Zugriff am 06. Juni 2015).

