Moritz Wehking

Investitionsstrategien von Private Equity Investoren während ökonomischer Schocks

Dissertation

2026

Andrássy Gyula Deutschsprachige Universität Budapest

Interdisziplinäre Doktorschule

Prof. Dr. Stefan Okruch

Moritz Wehking

Investitionsstrategien von Private Equity Investoren während ökonomischer Schocks

Betreuerin/Betreuer:

Doz. Dr. habil. Tim Herberger

Promotionsausschuss
Vorsitzende/Vorsitzender:

Dr. Eszter Megyeri

Gutachterinnen/Gutachter:

Prof. Dr. Stefan Wendt

Doz. Dr. habil. Georg Trautnitz

Mitglieder:

Prof. Dr. Stefan Okruch

Prof. Dr. Florian Follert

Prof. Dr. Marcel Tyrell

Prof. Dr. Dietmar Meyer

31. August 2026

10.15772/ANDRASSY.2026.008

It’s not because of fame

It’s not because of money

Work is in my blood

And I kill ‘cause I’m hungry

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Danksagung

Mein größter Dank gilt ohne Frage meiner Frau Kristin. Du hast dieses Dissertationsprojekt in den letzten 5 Jahren mit mir getragen und mich immer unterstützt. Die vielen Wochenenden, die in die Dis geflossen sind, Ferien, in denen ich in Vietnam unter dem Sonnenschirm am Strand meine erste Veröffentlichung fertig geschrieben habe und auch diese Zeilen entstehen, während unseres Portugal-Urlaubs auf der Terrasse, während ich arbeite und Du mit unserer Tochter am Strand bist. Danke, dass Du dieses Projekt mitgetragen hast.

Ein großer Dank gilt meinem Doktorvater Tim. Vielen Dank für die kontinuierliche Unterstützung in all den Jahren. Ich habe die konstruktiven Diskussionen sehr geschätzt. Deine pragmatische Herangehensweise hat sehr dazu beigetragen, dieses Projekt trotz aller Herausforderungen zu einem erfolgreichen Ende zu führen.

Danke auch an die kleine Victoria, die mich im letzten Dreivierteljahr, quasi auf der Zielgeraden, begleitet hat. Unsere Stunden spätnachts und frühmorgens, bei denen ich Dein Babybett mit dem Fuß gewippt habe und gleichzeitig an der Dis geschrieben habe, sind eine schöne gemeinsame Erinnerung. Ich hoffe sehr, dass auch Du in ein paar Jahren ein Thema findest, für das Du brennst und das Du bereit bist, wenn nötig, mit hohem Einsatz durchzusetzen.

Abschließend auch ein letzter Gruß an die Jungs der Frankfurter Doktorandenrunde, die mit meinem Abschluss nun offiziell zur Doktorenrunde wird. BOYS, WE DID IT!



Moritz Wehking, Budapest, August 2026

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Inhaltsverzeichnis

I Tabellenverzeichnis VIII
II Abbildungsverzeichnis IX
III Abkürzungsverzeichnis X
1 Einleitung 1
1.1 Motivation der Forschung und leitende Fragestellungen 1
1.2 Gang der Untersuchung 9
2 Theoretische Grundlagen und historischer Kontext 11
2.1 Finanztheoretischer Hintergrund 11
2.1.1 Neoklassische Ökonomik 11
2.1.2 Behavioral Finance 13
2.2 Ökonomische Schocks 14
2.2.1 Definition und Beschreibung 14
2.2.2 Ökonomische Schocks im Zeitraum 1995–2024 15
2.3 Private Equity 22
2.3.1 Theoretische Grundlagen der Private-Equity-Anlageklasse 22
2.3.2 Begriffliche Grundlagen von Private Equity 24
2.3.3 Stakeholder im Private-Equity-Modell 26
2.3.4 Abgrenzung von Investorengruppen und ihrer Anlagestrategie 30
2.3.5 Strukturierung von Private-Equity-Investmentgesellschaften 37
2.3.6 Relevanz für nationale und internationale Volkswirtschaften 39
2.4 Historische Entwicklung der Anlageklasse 43
2.4.1 Professionalisierung und erster Boom (1980–1989) 43
2.4.2 Bereinigung und DotCom-Ära (1990–2001) 46
2.4.3 Erneuter Aufschwung und Hochphase (2002–2007) 55
2.4.4 Finanzkrise und die Folgen (2008–2014) 60
2.4.5 Boomphase vor COVID-19 (2015–2020) 64
2.4.6 COVID, Zinsanstiege und aktuelle Marktlage (2020–2024) 68
2.4.7 Reflexion der historischen Entwicklung von Private Equity 71
2.5 Abschließende Betrachtung und Ableitung der Hypothesen 73
2.5.1 Markt- und segmentbezogene Hypothesen 73
2.5.2 Investmentstrategiebezogene Hypothesen 74
3 Untersuchungsdesign 77
3.1 Konzeptionelle Vorüberlegungen 77

10.15772/ANDRASSY.2026.008

3.1.1 Konzeption von Investitionsstrategien 77
3.1.2 Implikationen für die Auswahl von Industriegruppen 79
3.2 Untersuchungsmethodik 80
3.2.1 Auswahl der übergreifenden Methodik 80
3.2.2 Operationalisierung der Methodik 81
4 Systematische Literaturanalyse 84
4.1 Untersuchungsmethodik und Datengrundlage 84
4.2 Empirische Ergebnisse 89
4.2.1 Bibliometrische Auswertung 89
4.2.2 Inhaltliche Auswertung 96
4.3 Diskussion und Ausblick 104
5 Statistische Analyse von Transaktionsdaten 106
5.1 Untersuchungsmethodik und Datengrundlage 106
5.2 Empirische Ergebnisse 112
5.3 Diskussion und Ausblick 124
6 Leitfadengestützte Experteninterviews 125
6.1 Untersuchungsmethodik und Datengrundlage 125
6.2 Empirische Ergebnisse 131
6.3 Diskussion und Ausblick 141
7 Marktausblick anhand von Szenarienbildung 144
7.1 Untersuchungsmethodik und Datengrundlage 144
7.2 Ergebnisse der Szenarienbildung 147
7.3 Diskussion und Ausblick 149
8 Zusammenführung der Ergebnisse und Implikationen 152
8.1 Zusammenführung der Ergebnisse 152
8.2 Eigener Beitrag und Einordnung der Ergebnisse in die Literatur 159
8.3 Implikationen für Stakeholder 161
8.3.1 Für General Partner 161
8.3.2 Für Limited Partner 162
8.3.3 Für Finanzierungspartner 164
8.3.4 Für Beteiligungsunternehmen 165
8.3.5 Für die Öffentlichkeit 166
9 Schlussbetrachtung 168
9.1 Abschließende Reflexionen 168

10.15772/ANDRASSY.2026.008

9.2 Limitationen 170
9.3 Ansatzpunkte für weitere Untersuchungen 170
Anhang 174
Literaturverzeichnis 174
Ergänzende Daten 190
Evolutionsstufen des Leitfadens entlang der Pre-tests 195

10.15772/ANDRASSY.2026.008

I Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Transaktionsvolumina von europäischen PE-Investoren 25
Tabelle 2: Konsolidierte Übersicht der Hypothesen 76
Tabelle 3: Am häufigsten gewählte Journals 91
Tabelle 4: Autoren mit den meisten relevanten Veröffentlichungen 92
Tabelle 5: Matrix über Verteilung von Schwerpunktthema und Methodik 97
Tabelle 6: Matrix über Verteilung von Schwerpunktthema und Schock.....98
Tabelle 7: Matrix von abgedeckten Themen und Schocks 101
Tabelle 8: Matrix von Themen und Investorenarten 102
Tabelle 9: Matrix von Investorengruppen und Schocks, in Anzahl der Veröffentlichungen..103
Tabelle 10: Statistische Parameter der Variablen EBITDA-Multiple und Transaktionswert .111
Tabelle 11: Signifikanz und Korrelation zentraler Variablen mit dem PMI 113
Tabelle 12: Standardabweichung und Konfidenzintervall von EBITDA-Multiple und Unternehmenswert 113
Tabelle 13: Regressionskoeffiziententabelle vom EBITDA-Multiple 114
Tabelle 14: Chi-Quadrat-Test zur Kapitalallokation in bestimmten Industrien 114
Tabelle 15: Vergleich von Kapitalallokation nach Industrien während Schocks, PMI < 45 ..115
Tabelle 16: Vergleich der Kapitalallokation nach Industrien während Schocks, PMI < 45 ...116
Tabelle 17: Vergleich der Kapitalallokation nach Industrien während Schocks, PMI < 43 ...117
Tabelle 18: Verteilung von zyklischen und defensiven Transaktionen während Schocks....118
Tabelle 19: Chi-Quadrat-Test zur Präferenz von defensiven Industrien während Schocks .118
Tabelle 20: ANOVA-Test für EBITDA-Multiple und Transaktionswert und Regionen 119
Tabelle 21: Verteilung von Megafund-Transaktionen während Schocks 120
Tabelle 22: Pearson Chi-Quadrat und Likelihood Ratio für Megafund-Transaktionen 120
Tabelle 23: Chi-Quadrat-Test zu Konsortiendeals und Schocks 120
Tabelle 24: Übersicht der interviewten Experten.....126
Tabelle 25: Verteilung der Experten entlang von Fondsgrößen (gemessen an AuM) 127

10.15772/ANDRASSY.2026.008

II Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Globales Dry Powder von Private-Equity-Investoren 2
Abbildung 2: Globale Transaktionsvolumina von PE-Investoren 3
Abbildung 3: Industriemix von europäischen PE-Transaktionen 5
Abbildung 4: Methodikkonzept der Dissertation und Strukturierung der Teiluntersuchungen 11
Abbildung 5: Größenklassen von globalen PE-Transaktionen 26
Abbildung 6: Positionierung von Investoren entlang des Unternehmenslebenszyklus 37
Abbildung 7: Global allokiertes PE-Kapital nach Art des Deals 78
Abbildung 8: Methodikkonzept – Operationalisierung der Untersuchungsformate 82
Abbildung 9: Ablaufkonzept der systematischen Literaturanalyse 86
Abbildung 10: Konsolidierte Operationalisierung des SLR 87
Abbildung 11: Anzahl der im SLR erfassten Veröffentlichungen nach Jahren 90
Abbildung 12: Aufschlüsselung der relevanten Veröffentlichungen nach Methodik 93
Abbildung 13: Netzwerkanalyse des SLR nach Journals 94
Abbildung 14: Netzwerkanalyse des SLR nach zitierten Werken 95
Abbildung 15: Inhaltliche Schwerpunktthemen der relevanten Veröffentlichungen 96
Abbildung 16: Statistische Datenauswertung: Anzahl der Datenpunkte pro Jahr 110
Abbildung 17: Statistische Datenauswertung: Datenpunkte pro Industriegruppe 112
Abbildung 18: Methodischer Ablauf der Auswertung der Experteninterviews 129
Abbildung 19: Inhaltliche Operationalisierung der Experteninterviews 130
Abbildung 20: Operationalisierung der Kategorienbildung 131
Abbildung 21: Experteninterviews: Verteilung der Antworten für H1 132
Abbildung 22: Experteninterviews: Verteilung der Antworten für H2 133
Abbildung 23: Experteninterviews: Verteilung der Antworten für H3 – Zugang zu EK 135
Abbildung 24: Experteninterviews: Verteilung der Antworten für H3 – Einsatz von EK 136
Abbildung 25: Experteninterviews: Verteilung der Antworten für H4 137
Abbildung 26: Experteninterviews: Verteilung der Antworten für H5 138
Abbildung 27: Experteninterviews: Verteilung der Antworten für H6 139
Abbildung 28: Experteninterviews: Verteilung der Antworten für H7 140
Abbildung 29: Transaktionsaktivität von Investoren global nach Quartalen[93] 144
Abbildung 30: Globale Einwerbung von Eigenkapital durch Investoren 146
Abbildung 31: Operationalisierung der Szenariengenerierung entlang der Variablen 147

10.15772/ANDRASSY.2026.008

III Abkürzungsverzeichnis

AI	Artificial Intelligence
AIFMD	Alternative Investment Fund Managers Directive
APAC	Asia-Pacific
BA	Business Angel
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BVCA	British Venture Capital Association
CAPEX	Capital Expenditure
CBO	Collateralized Bond Obligation
CDO	Collateralized Debt Obligation
CLO	Collateralized Loan Obligation
COVID-19	Coronavirus Disease 2019
DCF	Discounted Cash Flow
EBSCO	Elton B. Stephens Company
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
ECB / EZB	Europäische Zentralbank
EMEA	Europe, Middle East and Africa
ERISA	Employee Retirement Income Security Act
ESG	Environmental, Social and Governance
EV	Enterprise Value
EVCA	European PE and VC Association
FMCG	Fast Moving Consumer Goods
GFC	Global Financial Crisis
GICS	Global Industry Classification Standard
GP	General Partner
IRR	Internal Rate of Return
IT	Informationstechnologie
KPI	Key Performance Indicator
LBO	Leveraged Buyout
LIBOR	London Interbank Offered Rate
LP	Limited Partner
M&A	Mergers and Acquisitions
MBS	Mortgage-Backed Securities
PE	Private Equity
PMI	Purchasing Managers' Index
PRI	Principles for Responsible Investment
SEC	Securities and Exchange Commission
SPV	Special Purpose Vehicle
VC	Venture Capital
VOSviewer	Visualization of Similarities Viewer

10.15772/ANDRASSY.2026.008

1 Einleitung

1.1 Motivation der Forschung und leitende Fragestellungen

Seit der globalen Finanzkrise von 2008/09 hat Private Equity (PE) ein beispielloses Wachstum verzeichnet (vgl. Haarmeyer, 2020). Getrieben durch niedrige Zinsen (vgl. Aigner et al., 2008), eine hohe Verfügbarkeit sowohl von Eigen- als auch von Fremdkapitalmitteln sowie durch eine kontinuierlich hohe Profitabilität – insbesondere für Leveraged-Buyout-(LBO-)Fonds infolge niedriger Zinsen[1] – stiegen die Kapitalzuflüsse in Form von Assets under Management (vgl. Abb. 1) ebenso wie die Anzahl der durch Investierende getätigten Transaktionen und das investierte Kapital (vgl. Pitchbook, 2024a, 2024b, Abb. 2). In 2020 machten Private Equity und Venture Capital ca. 60 % des konsolidierten Kapitals in privaten Märkten aus (Haarmeyer, 2020). Die Wachstumsraten lagen hierbei über den vergleichbaren Parametern anderer Anlageklassen[2] (vgl. Lattanzio et al., 2023). Die Anzahl von wissenschaftlichen Publikationen zu diesem Thema wuchs in ähnlicher Weise[3] (Gompers et al., 2016; Cumming et al., 2023).

Die Anlageklasse *Private Equity* hat ein Profil, das als ‚hohes Risiko bei hohem Ertrag' beschrieben werden kann (Phalippou, 2010), bei gleichzeitig hoher Illiquidität (Weidig & Mathonet, 2004). Durch das besondere Risiko-Ertrags-Profil ist Private Equity überproportional von volatilen Marktbedingungen betroffen. Verluste aufgrund von sich schnell verändernden Rahmenbedingungen haben ebenfalls signifikanten Einfluss auf finanzierende Banken und weitere Anlageklassen (Acharya et al., 2013). Anpassungen der Anlagestrategien von Private-Equity-Investoren während ökonomischer Schocks sind bislang jedoch ein wenig erforschtes Themengebiet. Dies steht im Kontrast zur

[1] Auch andere Investorengruppen wie bspw. Venture Capital erzielten sehr hohe Renditen im erwähnten Zeitraum, diese waren jedoch weniger getrieben durch Fremdkapital wie am Beispiel der LBO-Fonds, da Venture Capital Investoren mit wenigen Ausnahmen Eigenkapital investieren und sich nicht re-finanzieren müssen

[2] Vor allem in Bezug auf das kumulierte Anlagekapital sowie die durchschnittliche Profitabilität

[3] Gemessen an der Anzahl von Veröffentlichungen zu dem Thema über Zeit

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Relevanz der Anlageklasse sowie zu deren hoher Sensitivität für Liquiditäts- und Marktveränderungen.

Vorangegangene Arbeiten im Bereich der ökonomischen Schocks thematisieren zumeist Anpassungen während einzelner Schocks (bspw. der globalen Finanzkrise) oder isolierter Regionen (nur Nordamerika, Europa) bzw. eine limitierte Anzahl von analysierten Industrieparametern, in denen eine Anpassung stattfindet (bspw. Entwicklung des Transaktionsvolumens, Veränderung in der Häufigkeit von Investitionen in einer begrenzten Anzahl von Industriegruppen). Soweit nachvollziehbar, hat bislang keine Arbeit übergreifend und generalisierbar die Anpassungen zentraler Determinanten der Investitionsstrategie von Private-Equity-Managern über ökonomische Schocks, Regionen und Industrien hinweg ausgewertet.

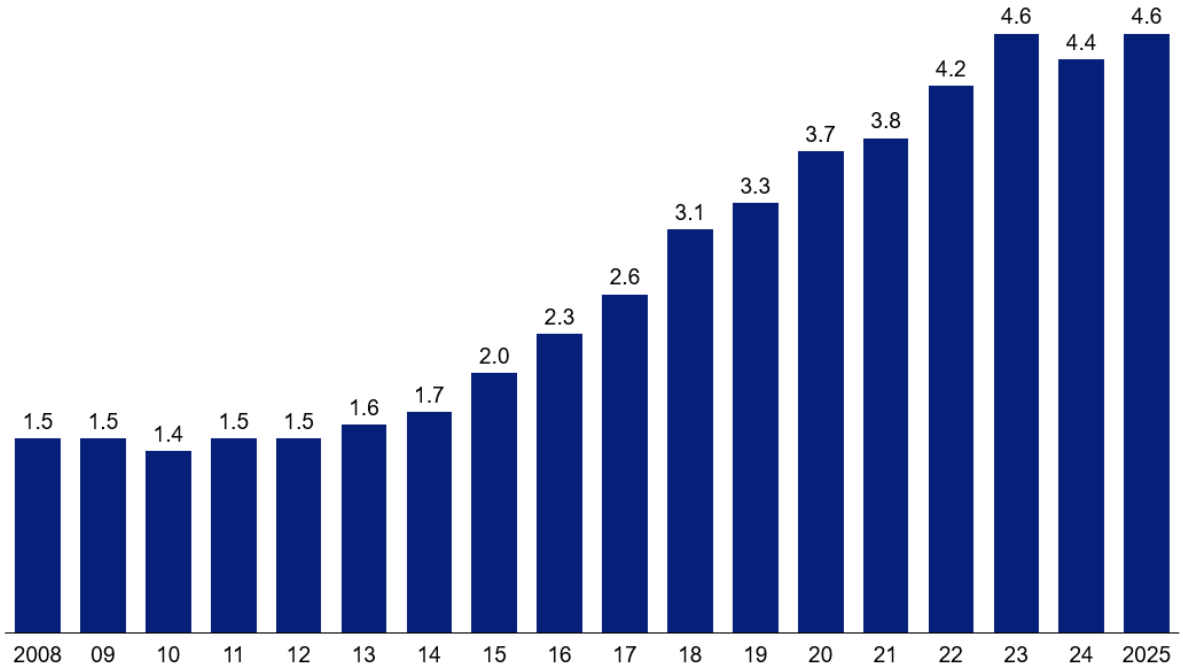

Abbildung 1: Globales Dry Powder von Private-Equity-Investoren[4]

Abgesehen von den direkten marktbezogenen Faktoren stellten Gimeno et al. (1997) fest, dass Investmentmanager ihre Renditeerwartungen an Unsicherheitsfaktoren im Marktumfeld anpassen. Vorherige Untersuchungen implizieren darüber hinaus, dass

[4] In bn. USD, 2008-2025 (Pitchbook, 2025)

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Investoren allgemein ihre Anlagestrategien und ihre Risikobereitschaft von den sich verändernden Marktbedingungen abhängig machen (Ning et al., 2015; Cumming et al., 2009). Trotz der hohen Bedeutung der Anlageklasse *Private Equity* und des signifikanten Einflusses ökonomischer Schocks auf die Renditeperspektive sind – wie bereits angesprochen – die Erkenntnisse über effektive Maßnahmen zur Anpassung der Investitionsstrategien während ökonomischer Schocks rar. Die vorangegangene Private-Equity-Forschung hat sich vor allem auf Strategien während Aufschwungphasen fokussiert (Ning et al., 2015). Institutionelle Private-Equity-Investoren haben also limitierte Möglichkeiten, auf wissenschaftlich fundierte Maßnahmen während volatiler Marktlagen zurückzugreifen. Sie sind daher bislang größtenteils gezwungen, auf ihre Erfahrung und Intuition zu setzen. Vor dem Hintergrund der Größe der Anlageklasse sowie der drastischen Implikationen für General Partner, Limited Partner sowie Unternehmen, die auf Beteiligungskapital angewiesen sind, scheint dies bis dato eine entscheidende Lücke der Forschungsaktivitäten darzustellen.

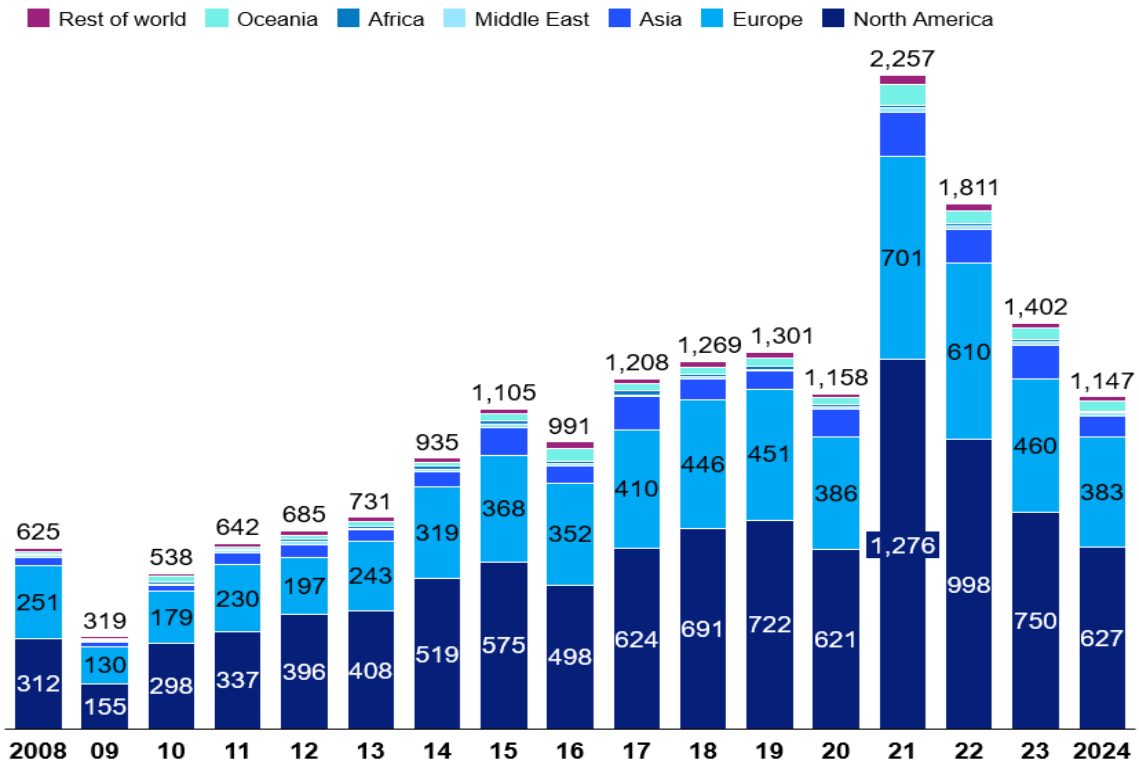

Abbildung 2: Globale Transaktionsvolumina von PE-Investoren[5]

[5] In Mrd. USD, 2008-2024 (Pitchbook, 2024b)

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Bislang konzentrierten sich Studien zur Private-Equity-Anlageklasse zu großen Teilen auf aggregierte Ergebnisse, wobei makroökonomische Indikatoren betont wurden, anstatt der Perspektiven und Ansätze von Fondsmanagern zur Anpassung ihrer Investitionspraktiken (Cabral-Cardoso et al., 2016). Die Forschung zeigt jedoch, dass Private-Equity-Fondsmanager ihre Investitionsstrategien während wirtschaftlicher Schocks modifizieren. Im Bereich des Venture Capital bevorzugen Manager in solchen Zeiten bspw. stärker etablierte Unternehmen gegenüber Frühphasenunternehmen (Paik und Woo, 2014).

Bellavitis, Fisch und McNaughton (2022) analysieren verschiedene Aspekte industriespezifischer Investitionsstrategien von Venture-Capital-Fonds und stellen fest, dass Investitionen in die Reisebranche während der COVID-19-Pandemie zurückgingen, während diejenigen in die Biotech-Branche zunahmen. Die hier vorliegende Dissertation erweitert ihre Ergebnisse systematisch auf eine breitere Selektion von Fondstypen (Leveraged-Buyout-Fonds, Growth-Equity-Fonds), Branchen und wirtschaftliche Schockereignisse.

Haarmeyer (2020) kommt zu dem Schluss, dass Private-Equity-Fondsmanager während der Pandemie zyklische Sektoren im Allgemeinen vermieden haben. Malik et al. (2020) zeigen, dass Private-Equity-Manager in Indien während der COVID-19-Pandemie ihren Investitionsfokus aufgrund robuster Geschäftsstrukturen in Sektoren wie Bildung, Gesundheitswesen, Konsumgüter (insbesondere schnelllebige Verbrauchsgüter[6]) und Finanzdienstleistungen verlagerten. Sahli und Khemiri (2020) konstatieren, dass während der globalen Finanzkrise der Wettbewerb und die Unternehmensbewertungen im Industriesektor unter Private-Equity-Fonds in Frankreich abnahmen. Marzuki und Newell (2023) zeigen, dass Gesundheitsimmobilien und börsennotierte Immobilien-Gesundheitsportfolios während wirtschaftlicher Schocks für institutionelle Anleger in Australien überlegene risikoadjustierte Renditen erzielen. Musatova (2009) kommt zu dem Ergebnis, dass sich während der globalen Finanzkrise der Großteil der Private-Equity-Investitionen in Russland hin zu defensiven, das heißt weniger zyklischen Branchen verlagert hat.

[6] Englisch: Fast-moving Consumer Goods (FMCG)

10.15772/ANDRASSY.2026.008

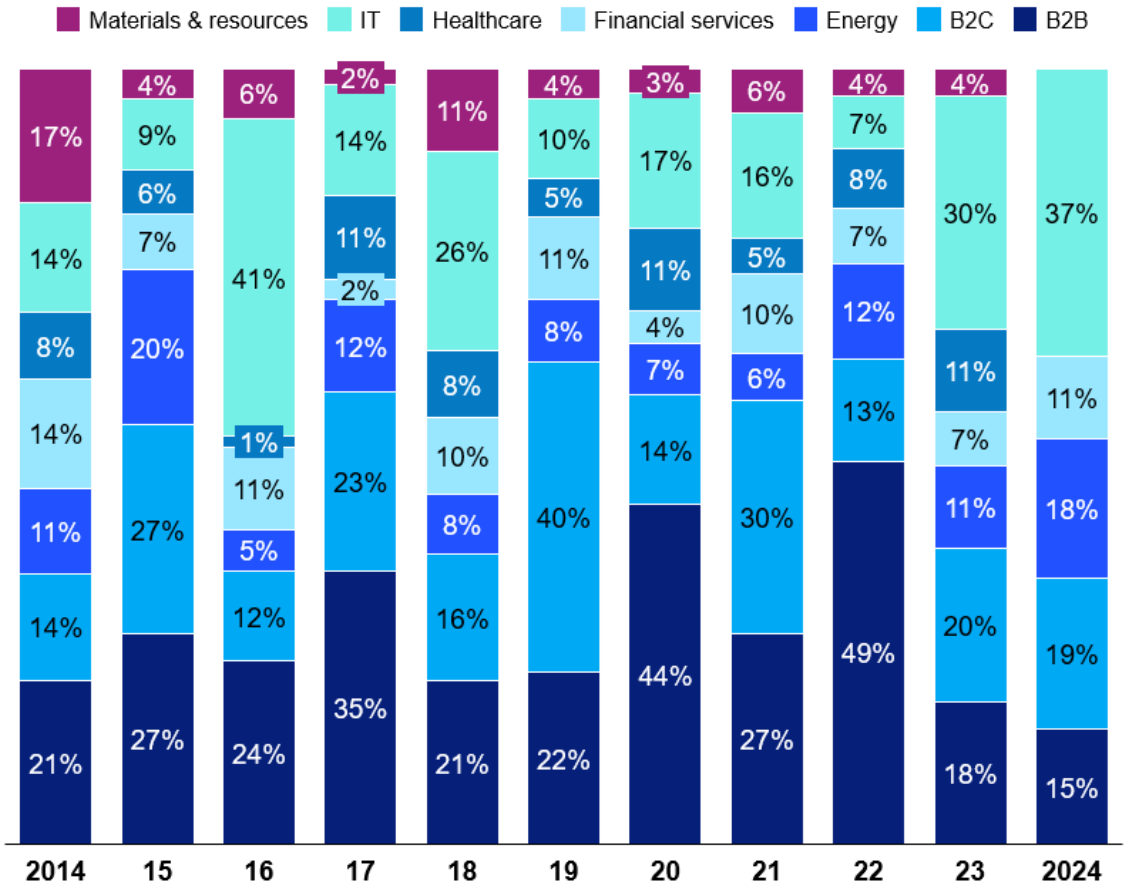

Abbildung 3: Industriemix von europäischen PE-Transaktionen[7]

Für Venture-Capital-Investoren in den USA stellt Townsend (2015) fest, dass eine Überindexierung in IT-bezogenen Sektoren während der DotCom-Blase zu erheblichen Kapitalverlusten und eingeschränktem Zugang zu Finanzierung im Vergleich zu anderen Sektoren führte. Nicht-IT-Unternehmen waren ebenfalls betroffen, jedoch in geringerem Maß. Croce, Marti und Reverte (2019) verfolgen die Investitionsvolumina während der globalen Finanzkrise branchenübergreifend und unterscheiden dabei zwischen kapitalintensiven und arbeitsintensiven Wirtschaftszweigen. Gompers, Kaplan und Mukharlyamov (2022) befragten Private-Equity-Fondsmanager und nahmen eine Bewertung der Attraktivität verschiedener Branchen im Kontext des COVID-19-Schocks vor. Die Umfrage ergab, dass Fondsmanager Energie, Versorgungsunternehmen und Industrie im Vergleich zu IT, Gesundheitswesen und Telekommunikation als relativ unattraktive Sektoren einschätzten. Arundale und Mason (2020) stellen fest, dass Private-Equity-Investoren

[7] In % des allokierten Kapitals, 2014-2024 (Pitchbook, 2024a)

10.15772/ANDRASSY.2026.008

während der COVID-19-Pandemie Kapital von den am stärksten betroffenen Sektoren wie Reisen und Gastgewerbe in Unternehmen aus Bereichen wie digitaler Gesundheitsversorgung, Fintech, Cybersicherheit, Edtech und künstlicher Intelligenz umschichteten. Diese Ergebnisse stimmen mit denen von Chen, Yang und Zhang (2021) überein, die Gesundheitswesen und Online-Dienstleistungen als die attraktivsten Branchen für Private-Equity-Investoren während der Pandemie identifizieren. Für Europa kann der übergreifende Industriemix von Private-Equity Transaktionen seit 2014 in Abb.3 nachvollzogen werden.

Forschungen zur Branchenrelevanz von Investitionen während Phasen wirtschaftlicher Schocks beschränken sich nicht nur auf Private-Equity-/Buyout-Fonds; sie erstrecken sich auch auf andere, alternative Anlageklassen wie Hedgefonds und Venture Capital (vgl. bspw. Boyson et al., 2010). Bellavitis, Fisch und McNaughton (2022) zeigen, dass bei Frühphasenunternehmen die Wahrscheinlichkeit, während der COVID-19-Pandemie eine Finanzierung zu erhalten, bei einem Vergleich zwischen Unternehmen aus der Reisebranche und aus dem Biotechnologiesektor stark variierte. De Vries und Block (2011) bewerten die Wahrscheinlichkeit von Syndizierungen vor und während der globalen Finanzkrise sowie der DotCom-Krise für Investitionen im Bereich des Venture Capital. Cumming, Fleming und Schwienbacher (2009) vergleichen Frühphasen-, Expansions- und spätere Investitionen in verschiedenen Branchen (u. a. Internet, Biotechnologie, Computer, Medizin) unter Bedingungen knapper Liquidität auf den Märkten für Venture Capital und Private Equity. Gemäß Mason (2020) bevorzugten Business-Angel- und Venture-Capital-Investoren in den frühen Phasen der COVID-19-Pandemie „Startups mit Pandemie-bezogenem Mehrwert[8]“.

Obwohl mehrere Studien den sektoralen Fokus von Private-Equity-Fonds während wirtschaftlicher Schocks untersuchen, bestehen derzeit weiter wesentliche Limitationen und bislang weniger erforschte Aspekte in diesem Forschungsbereich. Erstens betrachtet die überwiegende Mehrheit dieser Studien nur ein einzelnes

[8] Ein solcher Mehrwert bezieht sich auf ein Geschäftsmodell was von den neuen Rahmenbedingungen einer Pandemie besonders profitiert, beispielsweise Endkunden-orientierte Onlineservices welche durch eine Reduktion des öffentlichen Lebens im Kontext der Pandemie eine erhöhte Nachfrage verbuchen

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Schockereignis (z. B. die globale Finanzkrise oder COVID-19). Zweitens analysieren sie typischerweise nur ein Land oder eine Region (z. B. die USA, die Europäische Union, Russland usw.). Drittens wird in der Regel nur eine Form der privaten Investition (z. B. Venture Capital) untersucht. Solche Ansätze implizieren, dass die Ergebnisse nicht oder nur eingeschränkt verallgemeinerbar sind. Dies liegt u. a. darin begründet, dass die zugrunde liegenden wirtschaftlichen Dynamiken von Schocks sich je nach Ereignis mitunter substanziell unterscheiden (z. B. aufgrund von Angebots- und Nachfragedynamiken und deren Implikationen; vgl. Ruch & Taskin 2022). Maßnahmen, die von Akteuren[9] in der Industrie als Reaktion ergriffen werden, können daher aufgrund dieser heterogenen Rahmenbedingungen variieren, anstatt allgemeine Anpassungstendenzen widerzuspiegeln.

Die vorliegende Dissertation soll diese Lücke schließen, indem anhand eines Mixed-Methods-Ansatzes sowohl übergreifende Veränderungen in Industrieparametern als auch Anpassungen in der Anlagestrategie von General-Partner-Investoren gesamtheitlich und über Schocks und Regionen hinweg beleuchtet werden. Die Untersuchung wird von der folgenden zentralen Forschungsfrage geleitet: *Wie ändern Private-Equity-Investoren ihre Anlagestrategien während ökonomischer Schocks, und welche generalisierbaren Handlungsmuster lassen sich ableiten?* Die Einschränkungen des Untersuchungsgegenstands werden wie folgt adressiert: Es werden drei bedeutende wirtschaftliche Schocks mit unterschiedlichen ökonomischen Dynamiken in die Analyse einbezogen (die DotCom-Blase, die globale Finanzkrise und die COVID-19-Pandemie). Hierfür wird ein globaler Datensatz verwendet, der mehrere Regionen und Länder abdeckt. Es werden unterschiedliche Investorentypen (Buyout-Fonds, Growth-Equity-Fonds und Venture Capital) inkludiert.

Die Ergebnisse sind für eine Reihe von Stakeholdern relevant. General Partner in Private-Equity-Fonds erhalten eine praktische Entscheidungshilfe, um Investitionsentscheidungen und -strategien während Zeiten ökonomischer Unsicherheit abwägen und prüfen zu können und damit auch das Risiko der Liquiditätsschwankungen zu verringern. Limited Partner werden in die Lage versetzt,

[9] Hier sind insbesondere General Partner und ihre Investitionsentscheidungen gemeint, im weiteren Sinne jedoch auch Limited Partner, Beteiligungsunternehmen und finanzierende Banken

10.15772/ANDRASSY.2026.008

verstärkt aktiv zu agieren und Kapitalallokation in Private-Equity-Fonds sowie deren Investitionsstrategie vorab entlang der Marktentwicklung während eines ökonomischen Schocks mit entsprechenden Dynamiken vertieft zu prüfen. Darüber hinaus können sie die Investitionsstrategie von bestehenden General Partnern in wirtschaftlichen Krisenzeiten verbessert hinterfragen und potenzielle Abweichungen aufgreifen, um ihre Investitionen zu steuern. Finanzierende Banken erhalten die Möglichkeit, im Rahmen der Finanzierungsentscheidung und Risikosteuerung weitere Aspekte der Marktentwicklung sowie der Anlagestrategie eines Investors einzubeziehen. Für Unternehmen, die während eines ökonomischen Schocks Beteiligungskapital suchen, soll die Dissertation konkrete Ergebnisse zu Investitionsdynamiken und Grundüberlegungen von Investoren liefern. Unternehmen können darauf aufbauend sowohl die Auswahl der Investoren adjustieren als auch ihre Ansprache entlang von zentralen Entscheidungsparametern verbessert ausrichten. Die Öffentlichkeit erhält vertiefte Einblicke in die Rolle und den Beitrag von Private-Equity-Investoren während aktueller und vergangener Schocks, einer Anlageklasse, die mittlerweile zu den größten und wichtigsten Finanzierungsquellen von Unternehmen in den weltweit führenden Volkswirtschaften zählt. Erkenntnisse aus dieser Arbeit sind auch für das aufkommende Forschungsfeld der makroökonomischen Schocks im Allgemeinen relevant (Buchanan & Denyer, 2013).

In diesem Forschungsvorhaben werden die folgenden Aspekte während Krisenzeiten näher untersucht und mit Nicht-Krisenzeiten verglichen: die Entwicklung der Transaktionsaktivität, Bewertungen von Übernahmeunternehmen, Volumina von Eigenkapitaleinwerbungen, sektorale Verschiebungen in der Kapitalallokation sowie Präferenzen für Industriegruppen (vermeintliche ‚sichere Häfen'[10]), Allokation von Kapital entlang der Entwicklungsphasen von Unternehmen, regionale und länderspezifische Allokationsschwerpunkte sowie die Bedeutung operativer Arbeit in Portfoliounternehmen. Darüber hinaus wird anschließend anhand zentraler Variablen des Private-Equity-Marktes ein Ausblick auf weitere zu erwartende Aktivitäten von

[10] Dieser Aspekt ziel auf die Frage ab, ob bestimmte Industriegruppen (bspw. Gesundheitssektor oder Energiesektor) unter Investoren als vermeintlich krisensichere Investitionen, unabhängig vom ökonomischen Umfeld gelten und daher während Krisenzeiten verstärkt gesucht werden

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Investoren gegeben und daraus eine Einschätzung zur übergreifenden Marktentwicklung abgeleitet.

Die Arbeit ist theoriebasiert angesiedelt im Bereich der Behavioral Finance während ökonomischer, exogener Schocks und deren Auswirkungen auf operierende Unternehmen, Finanzinstitutionen und Finanzinvestoren (vgl. Ben-David et al., 2012; Ivashina, Scharfstein, 2010). Sie schließt inhaltlich an Untersuchungen von Bernstein et al. (2017, 2019) und Gompers et al. (2022) an. Bernstein et al. haben in vorangegangenen Arbeiten untersucht, welche Strategien[11] Private-Equity-Investoren während der Finanzkrise von 2008 ergriffen und wie sich diese auf die Entwicklung der Portfoliounternehmen ausgewirkt haben. Gompers et al. (2022) haben die Anpassungen von Private-Equity-Investoren an COVID-19 erforscht und dabei den Ansatz von Arundale und Mason (2020) aufgegriffen, die strategische Implikationen von COVID-19 für Venture-Capital- und Private-Equity-Investoren mit Entwicklungen der globalen Finanzkrise und der DotCom-Blase verglichen. Inhaltlich wird auch ein Bezug zu Chen et al. (2021) hergestellt, die eine initiale Übersicht zu Forschungen zu Private-Equity-Investitionsstrategien während COVID-19 lieferten.

1.2 Gang der Untersuchung

Zur Beantwortung der zugrunde liegenden Forschungsfrage ist diese Dissertation auf einem Mixed-Methods-orientierten Untersuchungsdesign aufgebaut, das sich über insgesamt neun Kapitel erstreckt.

Im ersten Kapitel wird eine Übersicht über die Forschungsmotivation, den aktuellen Forschungsstand sowie – darauf aufbauend – derzeit bestehende Forschungslücken gegeben, an die diese Dissertation anknüpft. Auf dieser Basis werden im Kapitel 2 die theoretischen und begrifflichen Grundlagen dargelegt. Dies ist notwendig, da das Thema an der Schnittstelle zwischen Private-Equity-Investoren, Behavioral Finance und dem makroökonomischen Phänomen von Schocks angesiedelt ist. In diesem

[11] In diesem Kontext geht es vor allem um die Investitionsstrategien, sowie eine Fokussierung auf bestimmte Industriegruppen, Geographien, sowie Phasen der Unternehmensentwicklung bzw. Risikoprofile der Beteiligungsunternehmen

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Zusammenhang werden die hier betrachteten Investitionsanpassungen in den finanztheoretischen Bezugsrahmen eingeordnet. Das dritte Kapitel hat die Funktion, sowohl die konzeptionellen Grundlagen zu beleuchten als auch daraus ableitend die Relevanz des Mixed-Methods-Ansatzes für das Thema zu verdeutlichen. Im Weiteren findet eine detaillierte Operationalisierung der Methodik statt.

Den inhaltlichen Kern der Forschung bilden die Kapitel 4 bis 6. Aufgrund der Breite und Vielfältigkeit des Untersuchungsobjekts wurde ein Mixed-Methods-Ansatz gewählt, der die Struktur des Hauptteils der Dissertation vorgibt und in Abb. 4 nachvollzogen werden kann. So beziehen sich die genannten Kapitel auf die zentralen Untersuchungsformate (Kapitel 4 systematische Literaturanalyse, Kapitel 5 statistische Datenanalyse und Kapitel 6 leitfadengestützte Experteninterviews), bauen dabei inhaltlich aufeinander auf und sind daher in dieser Abfolge angeordnet. In der systematischen Literaturanalyse werden neben dem Stand der Forschung auch die zentralen Hypothesen abgeleitet, bevor ihre Validierung in der folgenden statistischen Datenanalyse anhand von Primärtransaktionsdaten erfolgt. Das sechste Kapitel liefert mittels leitfadengestützter Experteninterviews vertiefte Einblicke in die zugrunde liegenden Mechanismen und Grundgedanken hinter den betrachteten Anpassungen der Anlagestrategie durch Investoren.

Das anschließende siebte Kapitel beinhaltet einen komplementierenden Ausblick auf die weitere Marktentwicklung von Private Equity, der auf zentralen makroökonomischen Parametern basiert. Die Ergebnisse der einzelnen Untersuchungsformate werden anschließend in Kapitel 8 konsolidiert und verglichen. Darauf aufbauend findet die Ableitung übergreifender Implikationen für Stakeholder vor dem Hintergrund der Gesamtschau aller Befunde statt. In dieser Sektion erfolgt auch die Einordnung der konsolidierten Ergebnisse in den bestehenden Forschungsstand, wobei von bisherigen Untersuchungen abweichende Resultate benannt werden und der eigene Beitrag dieser Dissertation herausgearbeitet wird. Die Arbeit schließt im Kapitel 9 mit einer abschließenden Reflexion der Erkenntnisse sowie Limitationen und Ansatzpunkten für zukünftige Forschung.

10.15772/ANDRASSY.2026.008

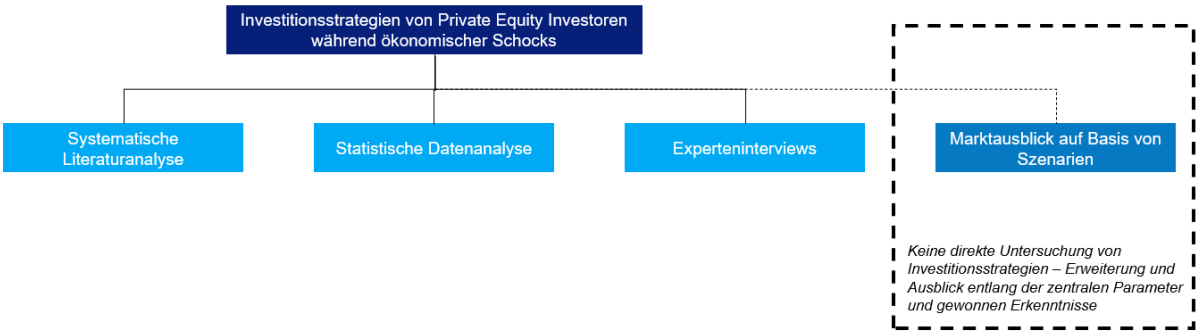

Abbildung 4: Methodikkonzept der Dissertation und Strukturierung der Teiluntersuchungen

2 Theoretische Grundlagen und historischer Kontext

2.1 Finanztheoretischer Hintergrund

2.1.1 Neoklassische Ökonomik

Die neoklassische Ökonomik stellt eines der fundamentalen theoretischen Konzepte der modernen Finanzwissenschaften dar. Sie dient als Ausgangspunkt einer Vielzahl von weiteren Theorien (bspw. der Behavioral Finance) und Konzepten innerhalb der Wirtschaftswissenschaften. Um Entscheidungen wirtschaftlicher Akteure begründen bzw. voraussagen zu können, unterstellt die neoklassische Ökonomik dabei mehrere Annahmen (vgl. Varian, 2014). Erstens wird vorausgesetzt, dass Akteuren alle Informationen vollständig transparent zur Verfügung stehen, wenn sie eine Entscheidung treffen (Mas-Colell et al., 1995). Dies bedeutet, dass den Akteuren in Märkten alle entscheidungsrelevanten Fakten und Daten vorliegen und sie in der Lage sind, diese richtig aufzunehmen, zu verarbeiten und entsprechende Schlüsse zu ziehen. Zweitens nimmt die neoklassische Ökonomik an, dass Akteure vollständig rational handeln (Arrow, 1986) und persönliche Aspekte bei Entscheidungen ausklammern. Darauf aufbauend unterstellt die neoklassische Ökonomie drittens, dass Akteure bei verschiedenen Entscheidungsmöglichkeiten und unter den zur Verfügung stehenden vollständigen Informationen immer diejenige Option wählen, die ihren Nutzen bzw. Gewinn maximiert. Übergreifend folgen diese Annahmen der Theorie eines Homo oeconomicus.

Auf gesamte Märkte erweitert, legt die Effizienztheorie von Fama (1970) wesentliche Aspekte der neoklassischen Ökonomik dar. Sie unterstellt, dass Marktpreise zu jeder

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Zeit alle verfügbaren Informationen widerspiegeln, weswegen systematische Über- oder Unterbewertungen nicht vorkommen können, da die Akteure am Markt langfristig Überrenditen nur über die Inklusion von zusätzlichen Risiken in ihren Geschäften realisieren können.

Für diese Dissertation ist die neoklassische Ökonomik ein elementarer Bezugsrahmen für die Erläuterung der Anlageentscheidungen von Investoren während ökonomischer Schocks. Sie impliziert, dass General Partner auch während Krisensituationen beständig Investitionsentscheidungen treffen, die ihren Nutzen bzw. Profit maximieren. In dynamischen Krisensituationen kann auf Basis der neoklassischen Ökonomik im Weiteren angenommen werden, dass den General Partnern bei ihren Investitionsentscheidungen alle relevanten Informationen zur Verfügung stehen und keine Informationsasymmetrien bestehen oder Investoren aufgrund der Geschwindigkeit einer Krisenentwicklung ihre Entscheidungen auf Basis veralteter Informationen treffen. Auch agieren sie vollständig rational und klammern persönliche Erfahrung oder Intuition vollständig aus.

In Bezug auf die Realität in Private-Equity-Märkten gibt es eine Reihe von Kritikpunkten hinsichtlich der zugrunde liegenden Annahmen der neoklassischen Ökonomik. Die Prämisse, dass allen Marktakteuren zu jeder Zeit vollständige Informationen zur Verfügung stehen, ist insbesondere in privaten Märkten, in denen Investoren fortwährend nach Informationsvorsprüngen streben und Marktmechanismen weniger transparent gestaltet sind als in öffentlichen Märkten, nur schwer zu verteidigen. Auch die Annahme, dass Investoren ausschließlich rational handeln und nicht auf ihre Intuition vertrauen, ist gerade in der Private-Equity-Branche schwierig aufrechtzuerhalten, wo führende Fonds mit der Erfahrung ihrer Führungskräfte und der daraus erwachsenden Möglichkeit werben, auch in Krisenzeiten Überrenditen zu generieren. Trotz dieser Einschränkungen dient die neoklassische Ökonomik als essenzieller theoretischer Bezugsrahmen, der den Erwartungsraum für Entscheidungen von Investoren und damit Kapitalallokationen vorgibt: rational, ausgerichtet entlang der Maximierung des eigenen Nutzens und unabhängig von anderen Investoren.

10.15772/ANDRASSY.2026.008

2.1.2 Behavioral Finance

Behavioral Finance erweitert die neoklassische Ökonomik gezielt um psychologische, soziologische und evolutionäre Aspekte, um Entscheidungen von Marktakteuren verbessert zu erklären. Anders als die neoklassische Ökonomik, die davon ausgeht, dass Akteure immer rational handeln, nimmt die Behavioral-Finance-Theorie explizit an, dass Entscheidungen systematisch durch Emotionen, eingeschränkte Rationalität und kognitive Verzerrungen beeinflusst werden können.

Um das Handeln von Marktakteuren abweichend von vollständig rationalen Entscheidungen erklären zu können, nutzt Behavioral Finance eine Reihe von psychologischen und soziologischen Konzepten. Diese umfassen u. a. das Phänomen der Overconfidence, das dazu führt, dass Akteure ihre eigenen Fähigkeiten und Erfahrungen systematisch zu hoch einschätzen. Bezogen auf Private-Equity-Manager in Krisensituationen würde dieses Phänomen Investitionen einschließen, die General Partner gegen den Markttrend und gegen vorliegende Informationen treffen, da sie davon überzeugt sind, auf Basis ihrer Erfahrung und ihrer Fähigkeiten bessere Entscheidungen als der Markt treffen zu können, und daher gegen den Trend investieren. Darüber hinaus existiert der Confirmation Bias, bei dem Akteure solche Informationen stärker gewichten, die eigene Einschätzungen bestätigen. General Partner würden in diesen Situationen entsprechende Informationen, die mit ihren eigenen Überzeugungen kongruieren, systematisch übergewichten und darauf aufbauend ihre Investitionsentscheidungen treffen. Ein zentrales Element für diese Dissertation stellt das sogenannte Herding dar, das Entscheidungen beschreibt, die nicht auf eigenständiger Analyse oder rationalen Abwägungen beruhen, sondern sich am Verhalten von anderen Marktteilnehmern ausrichten. Dieser Mechanismus kann dazu beitragen, dass Kapitalallokation in bestimmte Industriegruppen verschoben wird, obwohl objektive bzw. rationale Aspekte keine Anhaltspunkte für eine solche Investition geben.

In dieser Dissertation gibt die neoklassische Ökonomik das theoretische Fundament bezüglich der Frage vor, welche Anpassungen in Investitionsentscheidungen unter den während eines Schocks gegebenen Marktbedingungen zu erwarten wären. Behavioral Finance liefert darauf aufbauend Erklärungsansätze, wie von der neoklassischen Ökonomik abweichende Entscheidungen zustande kommen können.

10.15772/ANDRASSY.2026.008

2.2 Ökonomische Schocks

2.2.1 Definition und Beschreibung

Ökonomische Schocks stellen ein zentrales Untersuchungsobjekt der modernen Volkswirtschaftslehre dar. Sie beschreiben grundlegende Störungen im Gleichgewicht von Märkten (Romer, 2019). Entlang der wissenschaftlichen Literatur gibt es eine Vielzahl spezifischer Definitionen von ökonomischen Schocks, die teilweise Einzelaspekte wie Reaktionen von Marktteilnehmern oder Anpassungsfähigkeiten in den Fokus stellen. Aufgrund der Vielfältigkeit des Phänomens gibt es neben klassischen ökonomischen Definitionen auch Ansätze aus dem Bereich der politischen Ökonomie (vgl. Acemoglu & Robinson, 2012).

Übergreifend lässt sich jedoch festhalten, dass ökonomische Schocks unerwartete exogene oder endogene Ereignisse sind, die die Rahmenbedingungen für Marktakteure (in diesem Fall Private-Equity-Investoren) schnell und nachhaltig verändern, ein Ungleichgewicht in einem bestehenden Markt schaffen und in dieser Form nicht voraussehbar waren (Blanchard & Fischer, 1989; Romer, 2019). Exogene Schocks beschreiben dabei Ereignisse, die außerhalb des betrachteten Marktes entstanden sind, aber innerhalb dessen zu einem Ungleichgewicht führen (Mankiw, 2021). COVID-19 kann als ein solcher Schock bezeichnet werden, aufgrund des Ursprungs im Gesundheitsbereich. Endogene Schocks entstehen innerhalb des Wirtschaftssystems oder Marktes und erschaffen dort ein Ungleichgewicht (Minsky, 2008), das jedoch in der Folge auch auf externe Bereiche übergreifen kann. Die globale Finanzkrise kann als ein solcher Schock identifiziert werden, der innerhalb des Finanzsystems entstand.

Ökonomische Schockereignisse treten in vielfältiger Art auf und können sich hinsichtlich Form, Ursprung, Größe, Dauer und betroffener Bereiche deutlich unterscheiden (Martin, Gardiner, 2019). Die aus einem Schock erwachsenden Ungleichgewichte können sich auf eine Vielzahl von Marktparametern beziehen, wie bspw. die Nachfrage-, Angebots- oder Finanzierungsseite.

Nachfrage-induzierte Schocks beschreiben signifikante Veränderungen im Nachfrageverhalten und den nachgefragten Volumina von Waren und

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Dienstleistungen in einem Markt. Dies schließt technologische Schocks explizit mit ein. Die Einführung des iPhones war bspw. für den Handymarkt ein ökonomischer Schock, da die Nachfragevolumina sich stark weg von Handys und hin zu Smartphones orientierten.

Angebotsschocks betreffen Produktionskapazitäten und die Fähigkeit, Waren oder Dienstleistungen im gewohnten Umfang in einem Markt zur Verfügung zu stellen. Hierdurch werden Veränderungen des Preisniveaus bedingt. Als klassisches Beispiel eines Angebotsschocks gilt die Ölkrise der 1970er Jahre.

Finanzierungsbezogene Schocks umfassen Veränderungen in Liquidität und Refinanzierungskonditionen. Dies verursachte bspw. den Rückgang an Krediten während der globalen Finanzkrise von 2008/09 oder den starken Anstieg der globalen Leitzinsen infolge des russisch-ukrainischen Konflikts im Jahr 2022.

Die mögliche Bandbreite dieser Schocks reicht von kleinen, lokalen Erschütterungen (bspw. der Insolvenz eines lokalen Großunternehmens) bis hin zu supranationalen, makroökonomischen Schockereignissen wie im Falle einer weltweiten Pandemie (vgl. Martin & Sunley, 2015).

Im Rahmen der Dissertation werden die drei größten globalen ökonomischen Schocks seit 1998 näher analysiert. Diese unterscheiden sich anhand ihres Ursprungs, ihrer Dauer, des Wirkmechanismus (Angebots- vs. Nachfrageseite), der Intensität sowie des Einflusses auf Industriegruppen, wie im Folgenden näher beschrieben wird.

2.2.2 Ökonomische Schocks im Zeitraum 1995–2024

2.2.2.1 Russische Krise und Asienkrise (1997 & 1998)

Die Untersuchung umfasst drei globale Schocks seit 1998, nämlich die DotCom-Pleite, die globale Finanzkrise und COVID-19. Die asiatischen und russischen Krisen von 1997 bzw. 1998 sind nicht eingeschlossen und werden hier nur kurz skizziert.

Die asiatischen Krisen betrafen ab Juli 1997 effektiv fünf nationale Aktienmärkte, wurden hauptsächlich durch Finanzliberalisierung verursacht und führten zu

10.15772/ANDRASSY.2026.008

erheblichen Turbulenzen an den globalen Finanzmärkten (Climent und Meneu 2003). Die russische Krise begann im August 1998 mit dem Zahlungsausfall von rubeldenominierten Schuldverschreibungen und verursachte ebenfalls globale Finanzmarktverwerfungen (Merrick 2001). Trotz unterschiedlicher Dynamiken resultierten beide Ereignisse in einer regionalen Währungskrise (Gunay und Can 2022).

Beide Ereignisse werden aus der Analyse ausgeklammert. Die zugrunde gelegte Definition eines wirtschaftlichen Schocks basiert auf einem PMI-Wert von 45, während ein Wert von 47 allgemein als Hinweis auf einen schrumpfenden Industriesektor gilt (Koenig 2002). Für die russische und die asiatische Krise lag der PMI jeweils zwischen 46,8 (Dezember 1998) und 57,7 (Juli 1997), also über dem Schwellenwert von 45 für einen wirtschaftlichen Schock. Trotz der erheblichen Auswirkungen auf die regionalen Volkswirtschaften war der Einfluss auf die globale – insbesondere die amerikanische – Wirtschaft eher begrenzt.

Ein weiterer wesentlicher Aspekt, der die Entscheidung beeinflusste, beide Ereignisse aus der vorliegenden Analyse auszuschließen, war das frühe Entwicklungsstadium, in dem sich PE in beiden Regionen zu diesem Zeitpunkt noch befand. Im hier genutzten, auf den Fusionsmarkt bezogenen Datensatz für Russland im Jahr 1998 wurde bspw. nur die Beteiligung von KKR an Imperial Porcelain erfasst. Daher hätten zusätzliche Beobachtungspunkte aus diesem lokalen wirtschaftlichen Schock nur eine vernachlässigbare Wirkung gehabt.

2.2.2.2 DotCom (2000–2001)

Die DotCom-Krise Anfang der 2000er Jahre ist der erste ökonomische Schock, der im Rahmen dieser Dissertation analysiert wird. Diesem Schock war eine Phase anhaltenden Wertwachstums von neu aufkommenden Digitalunternehmen in westlichen, entwickelten Ländern vorgeschaltet.

Für den Beginn des Wachstums der sogenannten New Economy gibt es kein konkret definiertes Datum; in der Literatur wird allgemein auf das Jahr 1995 verwiesen (vgl. Panko 2008). Ein Höhepunkt der Aktivität von Erstlistungen am Kapitalmarkt wurde in den Jahren 1998 und 1999 erreicht. Durch gesteigerte Bewertungen, insbesondere bei

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Börsengängen neuer Firmen, wurden immer jüngere Unternehmen in früheren Phasen am Kapitalmarkt gelistet. Das durchschnittliche Alter (bestimmt durch den Medianwert) eines neu gelisteten Unternehmens lag im August 1996 noch zwischen 14 und 18 Jahren (Ljungqvist & Wilhelm, 2003). Dieser Wert sank bis zum Zeitraum 1999–2000 auf fünf bis sechs Jahre. Gleichzeitig stieg der Anteil von Internetfirmen bei Börsengängen bis 2000 deutlich an (Ljungqvist & Wilhelm, 2003). An der Börse gelistete Unternehmen wurden gleichzeitig zu Rekordbewertungen gehandelt (Morris & Alam, 2012).

Im Zusammenhang mit gesteigerten Börsengängen und Bewertungen bei jungen Digitalunternehmen wurde in der wissenschaftlichen Literatur der Diskurs geführt, ob eine Entkoppelung zwischen dem intrinsischen Wert vieler neu gelisteter Unternehmen und ihren Bewertungen am Kapitalmarkt stattgefunden hatte. Dieser Diskurs entstand auch vor dem Hintergrund, dass viele der neu gelisteten Unternehmen noch keine belastbaren Finanzergebnisse hatten. Es gab in diesem Kontext Überlegungen, ob traditionelle Bewertungsmethoden den Anforderungen des neuen IT-Segments gewachsen waren und eine fundierte Bewertung erlauben würden (vgl. Ely & Waymire, 1999; Francis & Schipper, 1999).

Im Kontext des starken Bewertungsanstiegs und der Entkoppelung von der intrinsischen Bewertung der zugrunde liegenden Unternehmen interpretiert ein Teil der Literatur diese Entwicklung als Bildung einer „Blase“ (vgl. McAleer, Suen, Wong, 2016). Penman (2003) führt dazu aus, dass die Entkoppelung zwischen Börsen- und intrinsischen Bewertungen vor allem durch Investoren getrieben wurde, die sich in ihrem Anlageverhalten ausschließlich auf die Dynamik der Wertzuwächse am Kapitalmarkt ausrichteten und fundamentale Bewertungskriterien weniger in ihren Investitionsentscheidungen reflektierten.

Mit dem Platzen der Bewertungsblase im Frühjahr 2000 sank die Anzahl der neu gelisteten Unternehmen rapide (Schmuhl, Schnier, 2013).

Die direkten Auswirkungen des Platzens der DotCom-Blase waren auf eine limitierte Anzahl an Industriegruppen beschränkt, vor allem auf Unternehmen aus der IT-Branche sowie neuartige, technologiebasierte Geschäftsmodelle (Ofek & Richardson,

10.15772/ANDRASSY.2026.008

2003). Große Teile der Realwirtschaft waren zwar von den Kurskorrekturen am Kapitalmarkt sowie in der Folge vom erschwerten Zugang zu Finanzmitteln betroffen, jedoch weniger in ihrem regulären Geschäftsbetrieb. Vor dem Hintergrund der eingangs aufgestellten Schockdefinition handelt es sich hier um einen finanzierungsbezogenen Schock. Diese Einschätzung basiert darauf, dass der Schock vor allem auf den Kapitalmarkt bzw. den Finanzsektor beschränkt war; realwirtschaftliche Prozesse waren nur eingeschränkt betroffen. Trotz erhöhter Risikosteuerung, insbesondere beim Fremdkapital von Banken und Finanzierungspartnern infolge der allgemeinen Unsicherheit an den Märkten, verschlechterte sich der Zugang zu Kapital zwar, blieb aber fundamental funktionsfähig (Gompers & Lerner, 2001). Im Rahmen der allgemeinen Kurskorrekturen senkten führende Zentralbanken die Leitzinsen, um positive Impulse in Richtung der Kreditwirtschaft zu senden und Kreditvergaben zu fördern (vgl. Greenspan, 2004b). Private-Equity-Investoren wurden im Rahmen des Schocks mit erschwertem Zugang zu Fremdkapital konfrontiert, was zu einem zeitweilig deutlichen Rückgang des Transaktionsvolumens führte. Das Absinken der Bewertungsniveaus verursachte Wertberichtigungen in bestehenden Beteiligungsportfolios, insbesondere für Beteiligungen aus der IT-Industrie. Darüber hinaus wurde durch den Rückgang der Börsengänge ein für Investoren sehr attraktiver Exit-Kanal zeitweise eingeschränkt.

2.2.2.3 Global Financial Crisis (2008–2009)

Die globale Finanzkrise hatte ihren Ursprung im amerikanischen Immobiliensektor. Von dort erfasste sie die US-Finanzmärkte und breitete sich global aus (Li, Willett, Zhang, 2012). Als Eskalationspunkt wird der September 2008 und der Zusammenbruch der internationalen Investmentbank Lehman Brothers infolge zunehmender Zahlungsausfälle auf Hypothekenkredite angesehen (vgl. McKibbin & Stoeckel, 2010). Von den Ausfällen waren insbesondere Subprime-Kredite betroffen, also Kredite, die nach der US-Definition bestimmte Anforderungen hinsichtlich Qualität, Dokumentation eines regelmäßigen Einkommens und Einkommens- zu Verschuldungs-Ratios nicht erfüllten (Edey, 2009). Die strukturellen Defizite in der Vergabe und Risikoprüfung von Immobilienkrediten wurden im Markt kombiniert mit hohen Verschuldungsgraden bei Finanzgeschäften sowie mangelnder Prüfung seitens der Ratingagenturen, wodurch es zu Verzerrungen in der Risikosteuerung kam. Darüber hinaus wurden durch die Verbriefung und Bündelung von Wertpapieren die

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Komplexität und das Risiko potenziert. Die Syndizierung von Krediten, also die Konsolidierung einer Vielzahl von kleineren Krediten in ein großes, für Investment- und Geschäftsbanken handelbares Kreditpaket, implizierte die Ausweitung von strukturierten Wert- und Kreditpapieren wie bspw. Mortgage-backed Securities (MBS)[12] sowie Colletarized Debt Obligations (CDO)[13] für diese Kreditpakete, was zu einer Vervielfachung der damit verbundenen Ausfall- und Insolvenzrisiken führte.

Infolge der Zahlungsausfälle bei Immobilienkrediten in den USA stieg die Unsicherheit im gesamten Bankensektor. Die Insolvenz von Lehman Brothers sowie bekannte Finanzierungsschwierigkeiten bei anderen großen Investmentbanken bewirkten, dass das Misstrauen innerhalb des Bankensektors deutlich anstieg. Banken hatten untereinander großes Misstrauen bezüglich der Liquidität ihrer Wettbewerber, was zu einem starken Anstieg des LIBOR-Zinssatzes auf zwischenzeitlich 5,4 % führte. Dieser im historischen Vergleich hohe Wert spiegelt das gegenseitige Misstrauen von Finanzinstituten und den damit verbundenen hohen Risikoaufschlag wider. Dadurch wurde die kurzfristige Refinanzierung von Banken deutlich verteuert. In der Folge kam das Finanzierungs- und Liquiditätsgeschäft zwischen großen Geschäfts- und Investmentbanken nahezu zum Erliegen. Die Finanzierung von Unternehmensübernahmen durch Banken wurde hierdurch stark eingeschränkt. Insbesondere für LBO-Investoren war das problematisch, da sie in ihren Übernahmen typischerweise einen Großteil der Kaufsumme über Fremdkapital refinanzieren und darüber auch einen Teil ihres Profits generieren. Auch Unternehmen aus der Realwirtschaft wurden vom erschwerten Zugang zu Fremdkapitalfinanzierungen betroffen. Expansions- und Übernahmeprojekte wurden nur noch eingeschränkt finanziert. Unternehmen, die infolge der Rezession in Liquiditätsengpässe gerieten, konnten diese – wenn auch nur kurzfristig – nur schwer durch Kreditaufnahmen überbrücken. In der Summe lässt sich hinsichtlich der Entwicklung der globalen Finanzkrise feststellen, dass aufgrund der Reduzierung von

[12] Mortage-backed securities umfassen gebündelte Wertpapiere, Anleger erhalten hierbei Zinsen- und Tilgungszahlungen von einer Vielzahl von Kreditnehmern – In der Theorie wird über die Diversifizierung das Risiko eines Zahlungsausfalls reduziert

[13] Colletarized Debt Obligations sind handelbare Wertpapiere, die Schulden aus verschiedenen Anlageklasse (z.B. Immobilienkredite, Unternehmensanleihen) bündeln und in unterschiedlichen Risikoklassen (Tranchen) strukturieren

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Fremdkapitalfinanzierungen ein systematischer Spillover-Effekt entlang der Immobilien-, Banken- und anschließend weiterer Sektoren eintrat.

Verglichen mit anderen globalen makroökonomischen Schocks resultierte die globale Finanzkrise von 2008 unmittelbar in mehreren Herausforderungen für Private-Equity-Investoren. Durch den Liquiditätsengpass im Bankensektor war auch der Zugang zu Fremdkapital für Investoren limitiert. Neue Übernahmen konnten daher nicht oder nur unter Zuhilfenahme von substanziellen Mengen an Eigenkapital realisiert werden. Aufgrund der allgemeinen Unsicherheit im Bankensektor wurden Finanzierungsgeschäfte darüber hinaus entlang von deutlich geschärften Risikoparametern geprüft. Infolge der globalen Auswirkungen gerieten auch Beteiligungsunternehmen unter Druck. Der Rückgang des Wirtschaftswachstums bzw. die angeschlossene Rezession verursachte Umsatz- und damit Profiteinbußen. Diese führten bei einigen Unternehmen auch zu Liquiditätsengpässen; jedoch konnten diese entweder nicht oder nur teilweise durch Fremdkapital von Banken überbrückt werden, da die Bankenfinanzierung stark eingeschränkt war. Dieser erschwerte Zugang zu Fremdkapital drückte sich auch bei Anschlussfinanzierungen für Beteiligungsunternehmen aus, die für Investoren nur schwer – und wenn, dann meist unter hohen Finanzierungskosten – zu erhalten waren[14].

2.2.2.4 COVID-19 (2020)

Die COVID-19-Pandemie erfüllt die definitorischen Anforderungen an einen makroökonomischen Schock dahingehend, dass es sich um ein plötzliches, nicht vorhersehbares Ereignis handelte, das Marktteilnehmer überraschte und auf das sie nicht unmittelbar und angemessen reagieren konnten (vgl. Börsch-Supan, Schnabel, 2013).

Obgleich die globale Wirtschaft in den letzten 25 Jahren mehrere Schocks zu verzeichnen hatte, wie bspw. die Asienkrise und die globale Finanzkrise (Wenzel et al., 2021), stellte COVID-19 in dieser Reihe einen der drastischsten Einbrüche seit den

[14] Das hohe Risiko von Private Equity Beteiligungen im Zusammenspiel mit allgemeinen Liquiditätsengpässen führte zu hohen Verzinsungsanforderungen durch Banken (regelmäßig >5%, auch für risikoärmere Tranchen des Finanzierungspakets), was Profitmöglichkeiten von Investoren deutlich reduzierte

10.15772/ANDRASSY.2026.008

1930er Jahren dar und traf den Großteil der Industrien und Unternehmen (Auer, 2022). Grundsätzlich hat COVID-19, analog zu anderen ökonomischen Schocks, die Unsicherheit unter Akteuren der globalen Finanzmärkte massiv gesteigert (Baker et al., 2020). COVID-19 wird in Teilen der wissenschaftlichen Literatur auch als „Schwarzer Schwan"-Ereignis diskutiert, das nicht vorauszusehen war (vgl. Sheng et al., 2021; Taleb 2013).

Die generelle Marktunsicherheit in Bezug auf Private Equity und COVID-19 wird allgemein bereits von Franklin (2020) aufgegriffen. Mehrere weitere empirische Studien kommen zu dem Ergebnis, dass COVID-19 das Marktumfeld nachhaltig veränderte und substanzielle Anforderungen an die Anpassungsfähigkeit von Investoren stellte (Kraemer-Eis et al., 2020; Arundale, Mason 2020).

Ein zentraler Unterschied zu anderen ökonomischen Schocks ist dabei der Umstand, dass COVID-19 sowohl eine Krise im Finanzsystem als auch im Gesundheitswesen ausgelöst hat (Neely & Carmichael 2021). Darüber hinaus waren die Effekte deutlich länger präsent als während der globalen Finanzkrise, die von einer raschen wirtschaftlichen Erholung geprägt war (Bernstein et al., 2020). Obwohl sich der Ausblick deutlich verschlechterte, bestanden immer noch attraktive Investitionsmöglichkeiten (Malik et al., 2020; Mason 2020). Das Identifizieren geeigneter Anlageoptionen vor dem Hintergrund der gegebenen Marktbedingungen stellte die große Herausforderung für Private-Equity-Investoren dar. COVID-19 unterscheidet sich von anderen, vorangegangenen Schocks vor allem durch das globale Ausmaß sowie die Stärke des Schocks über Industrien und Wirtschaftszweige hinweg (vgl. Yu et al., 2022).

Untersuchungen vergangener Schocks haben bereits Hinweise darauf geliefert, dass Private Equity ökonomische Krisen erfolgreich bewältigt, eine schnelle Erholung zeigt und in mehreren Fällen bereits kurz nach einer Krise neue Rekordwerte im Anlagekapital markiert (Arundale, Mason, 2020). Diese Robustheit scheint nicht nur für die Assetklasse als solche zu gelten, sondern auch für die Performance der assoziierten Portfoliounternehmen (Bernstein et al., 2017).

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Beobachtungen aus der letzten Finanzkrise lassen auch den Schluss zu, dass Investoren in Krisenzeiten ihre Investitionen in Portfoliounternehmen weniger stark reduzieren und im folgenden Aufschwung überproportional profitieren sowie infolgedessen ihren Marktanteil steigern (Bernstein et al., 2019).

Ein Großteil der vorangegangenen Untersuchungen im COVID-19-Kontext hatte einen allgemeinen, marktbezogenen Fokus. Diese Dissertation verfolgt das Ziel, näher zu erforschen, wie Investoren ihre Anlagestrategien im Laufe der Zeit an die Herausforderungen anpassen. Darüber hinaus wird erfasst, welche Auswirkungen diese Adaptionen auf das Marktumfeld hinsichtlich der Transaktionsaktivität und Fokussektoren haben. Die Ergebnisse sollen es ermöglichen, exogene Schocks und deren Konsequenzen für den Private-Equity-Bereich am Beispiel von COVID-19 vertieft zu analysieren.

2.3 Private Equity

2.3.1 Theoretische Grundlagen der Private-Equity-Anlageklasse

Im Vergleich zu anderen Assetklassen bietet Private Equity bei erhöhten Risiken eine signifikant höhere Rendite (Weidig, Mathonet, 2004). Private Equity wird in gängigen Lehrbüchern wie folgt definiert:

„Bereitgestelltes Eigenkapital, mit dem Beteiligungsgesellschaften (Private-Equity-Gesellschaften) Unternehmensanteile für einen begrenzten Zeitraum erwerben, um eine finanzielle Rendite zu erwirtschaften. Der Begriff Private-Equity-Investitionen im engeren Sinne umfasst Finanzierungen von etablierten Unternehmen, die sich in fortgeschrittenen Lebenszyklusstadien befinden.“ (Gabler, 2018)

Innerhalb der Anlageklasse gibt es eine Bandbreite von Investitionsstrategien und Beteiligungsformen, die im Weiteren näher erläutert werden. Übergreifend existiert jedoch eine Reihe von fundamentalen Charakteristika, die alle Formen von Investoren und Beteiligungskapital teilen:

10.15772/ANDRASSY.2026.008

1) Private-Equity-Investoren übernehmen Anteile an privaten, nicht an der Börse gelisteten Unternehmen und stellen im Gegenzug Eigenkapital bereit[15]. Diese Art der Beteiligung grenzt Private Equity von Fremdkapital-orientierten Fonds ab, bspw. in Form von Debt- und Mezzanine-Kapital (vgl. Weise 2003)[16]. Die Bandbreite reicht dabei von Minderheitsbeteiligungen (die insbesondere in fortgeschrittenen Runden der Frühphaseninvestitionen von Venture-Capital-Investoren realisiert werden) bis hin zu vollständigen Übernahmen, die vor allem von LBO-Investoren angestrebt werden, um eine maximale operative Steuerung sowie Optimierung der Finanzstruktur des Beteiligungsunternehmens umsetzen zu können (vgl. Brettel, 2008). Eine vollständige Übernahme erlaubt Investoren, öffentliche Bekanntmachungspflichten zu minimieren (vgl. Bharath & Dittmar, 2010) und im Weiteren über ausländische Holdingstrukturen die Steuerlast in enger Abstimmung mit der Holdingsstruktur des Beteiligungsfonds zu optimieren (vgl. Badertscher, et al., 2010).

2) Investoren erhalten mit dem investierten Eigenkapital Mitspracherechte bei operativen Entscheidungen des Unternehmens und nehmen diese aktiv wahr. Sie gestalten teilweise die Unternehmensstrategie mit und stellen dem Unternehmen Ressourcen sowie Wissen zur Verfügung. Viele Private-Equity-Investoren (insbesondere Growth- und Turnaround-Investoren) sehen in der operativen Arbeit mit Portfoliounternehmen einen der zentralen Hebel, um Profitabilität zu generieren und damit eine Wertsteigerung ihrer Beteiligung zu forcieren, und positionieren dieses Wertversprechen zentral gegenüber Limited-Partner-Investoren (Heinrich, 2023)

3) Die Beteiligung der Investoren an Unternehmen ist zeitlich gebunden. Der typische Investitionszeitraum variiert zwischen Investoren. LBO-Investoren streben

[15] Die Bereitstellung von Eigenkapital kann je nach Kontext unterschiedliche Formen annehmen. Insbesondere wachstumsorientierte Investoren stellen Beteiligungsunternehmen direktes Eigenkapital bereit, um weiteres Wachstum zu ermöglichen; im Falle von LBO-Investoren wird der Kaufpreis an den bestehenden Eigentümer gezahlt und über eine Fremdkapitalquote von bis zu 70% re-finanziert; eine direkte Bereitstellung von Kapital an das Unternehmen findet in diesem Kontext nicht zwingend statt

[16] Im Falle von Mezzanin Fonds, die über Mezzanin Kapital eine Option zur Wandelbarkeit von Fremdkapitalverschreibungen in Eigenkapitalmittel haben, inkl. ggf. assoziierter Stimmrechte, ist dieser Faktor eingeschränkt anwendbar

10.15772/ANDRASSY.2026.008

typischerweise einen Beteiligungszeitraum von vier bis sechs Jahren an (Jenkinson, Sousa, 2015; Joenväärä et al., 2021). Venture-Capital-Investoren, die Beteiligungen häufig in frühen Phasen des Unternehmenswachstums realisieren, haben typischerweise einen längeren Anlagehorizont. Dieser kann in Einzelfällen über zehn Jahre betragen (Gompers & Lerner, 2004) und durch besondere Marktphasen (wie bspw. einen Schock) noch verlängert werden.

4) Investoren zielen auf operative Verbesserungen bei Beteiligungsunternehmen und wertsteigernde Maßnahmen. Sie übernehmen im Weiteren sowohl Überwachungs- und Controllingaufgaben im Unternehmen, um Fortschritt sowie finanziellen Erfolg laufend sicherzustellen (vgl. Gorman & Sahlman, 1989) sowie bei negativen Abweichungen (bspw. in Krisensituationen) kurzfristig gegensteuern zu können.

2.3.2 Begriffliche Grundlagen von Private Equity

Es gibt keine umfassende und einheitliche Definition des Private-Equity-Investitionsmodells. Dies liegt vor allem daran, dass innerhalb des akademischen Diskurses eine Reihe verschiedener Investitionsmodelle und damit verbundener Investorenmodelle subsumiert sind, die sich mitunter stark unterscheiden (Seretakis, 2012). Die Sub-Anlagestrategien, die größtenteils in der Anlageklasse *Private Equity* gebündelt werden, lassen sich in Bezug auf Unternehmensphase, Beteiligungsform (Unternehmensübernahme oder Anteilserwerb), Höhe der Unternehmensbewertung und Anlagehorizont differenzieren, um darauf aufbauend Sub-Anlageklassen bzw. -strategien abzuleiten. Die bedeutendsten Sub-Anlagestrategien umfassen Leveraged Buy-out, Frühphaseninvestments (Venture-Capital- sowie Seed-Investitionen von Business Angels), Wachstumskapital[17] und Turnaround- bzw. Distressed-Investitionen (Metrick & Yasuda, 2021). Die unterschiedlichen Investorensegmente sowie deren Anlagestrategien werden im Folgenden näher erläutert. Eine Verteilung der Investmentvolumina nach Investorenklassen ist in Tabelle 1 enthalten.

[17] Im Englischen als „Growth Equity“ übersetzt, bekannte Growth Equity Investoren sind bspw. General Atlantic, sowie Summit Partners

10.15772/ANDRASSY.2026.008

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Deal value (€B)	€ 91.5	€ 134.1	€ 165.3	€ 153.1	€ 183.1	€ 239.0	€ 330.2	€ 318.2	€ 364.9	€ 375.3	€ 402.9	€ 337.7	€ 590.8	€ 573.3	€ 425.6	€ 354.0
Deal count	1,930	2,685	3,043	2,944	3,036	3,608	4,347	4,302	4,668	5,071	5,332	5,161	7,914	7,617	6,858	4,620
Estimated deal value (€B)															€ 6.0	€ 58.6
Estimated deal count															143	1,235
Total deal value (€B)	€ 91.5	€ 134.1	€ 165.3	€ 153.1	€ 183.1	€ 239.0	€ 330.2	€ 318.2	€ 364.9	€ 375.3	€ 402.9	€ 337.7	€ 590.8	€ 573.3	€ 431.7	€ 412.7
Total deal count	1,930	2,685	3,043	2,944	3,036	3,608	4,347	4,302	4,668	5,071	5,332	5,161	7,914	7,617	7,001	5,855
Buyout value (€B)	€ 82.7	€ 122.2	€ 151.9	€ 141.4	€ 168.0	€ 216.5	€ 305.9	€ 300.7	€ 342.4	€ 355.3	€ 375.1	€ 305.6	€ 525.2	€ 505.4	€ 381.7	€ 326.1
Growth/expansion value (€B	€ 8.8	€ 12.0	€ 13.4	€ 11.7	€ 15.2	€ 22.4	€ 24.4	€ 17.5	€ 22.5	€ 20.0	€ 27.8	€ 32.1	€ 65.6	€ 67.9	€ 43.9	€ 27.9

As of 9/30/2024

Buyout share of value	90.4%	91.1%	91.9%	92.4%	91.7%	90.6%	92.6%	94.5%	93.8%	94.7%	93.1%	90.5%	88.9%	88.2%	89.7%	92.1%
Growth/expansion share of \	9.6%	8.9%	8.1%	7.6%	8.3%	9.4%	7.4%	5.5%	6.2%	5.3%	6.9%	9.5%	11.1%	11.8%	10.3%	7.9%

Tabelle 1: Transaktionsvolumina von europäischen PE-Investoren[18]

Im angloamerikanischen Raum werden die Begriffe *Private Equity* und *Venture Capital* häufig als Synonyme verwendet; jedoch unterscheidet sich der Fokus hinsichtlich der Phase der Unternehmensentwicklung, in die investiert wird, signifikant (Sato, 2013). Venture-Capital-Fonds investieren typischerweise in junge Unternehmen im Frühstadium der Expansion (Metrick & Yasuda, 2010). Leveraged-Buyout-Investoren fokussieren sich im Kontrast auf reifere Unternehmen mit etablierten Geschäftsmodellen, Kundenbeziehungen und stabilen Cashflows (Gompers et al., 2016). Eine globale Verteilung der Größenklassen von Investoren ist in Abb.5 vorhanden.

[18] Ptichbook 2024a

10.15772/ANDRASSY.2026.008

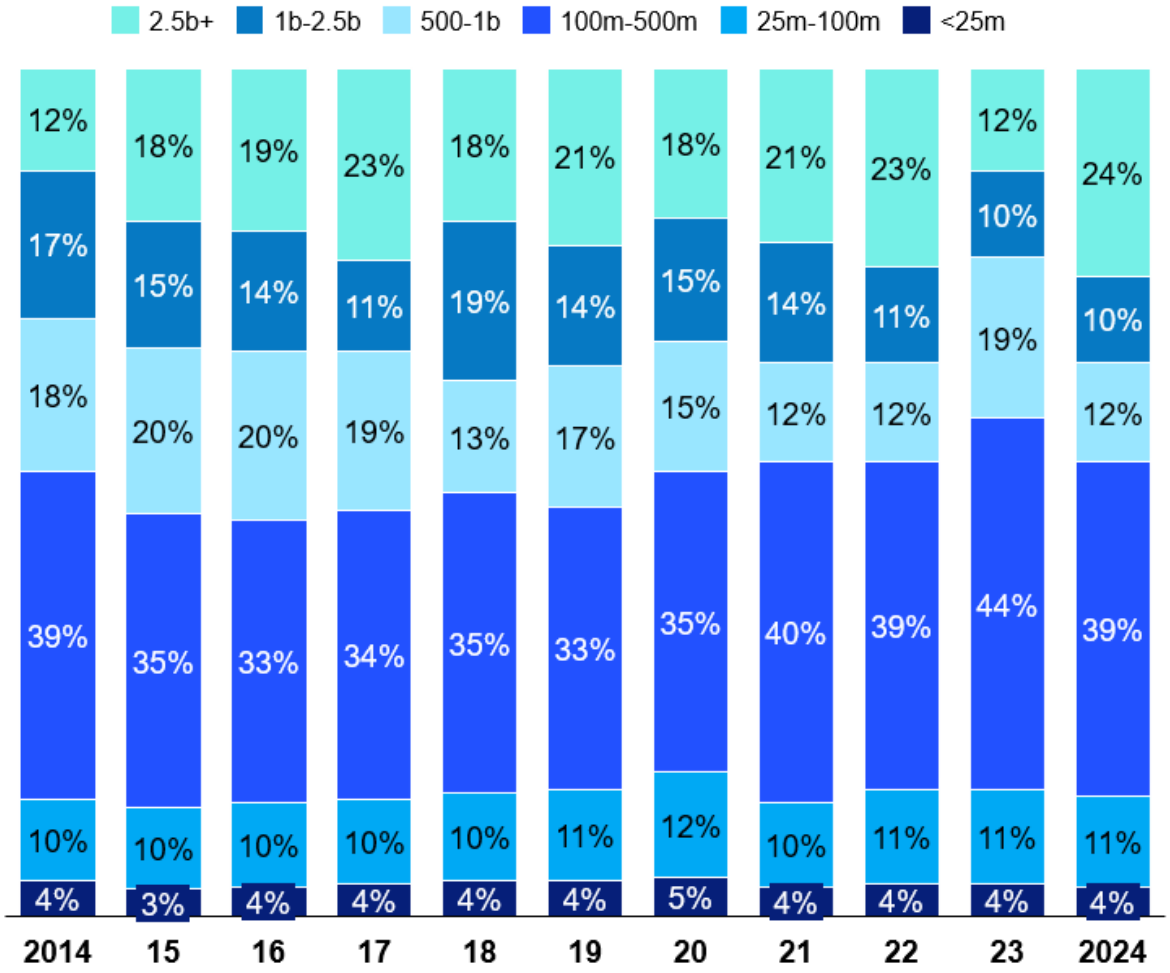

Abbildung 5: Größenklassen von globalen PE-Transaktionen[19]

2.3.3 Stakeholder im Private-Equity-Modell

2.3.3.1 Limited Partner

Limited Partner sind passive Akteure im Private-Equity-Steuerungsmodell. Sie treffen keine aktiven Investitionsentscheidungen innerhalb der Fonds, sondern nehmen vor allem eine Überwachungs- und Governancefunktion wahr, die durch vertraglich fixierte Kontroll- und Informationszugangsrechte unterstrichen wird (Steindl, 2013). Sie agieren im engeren Sinne als Investoren der Private-Equity-Fonds. Sie stellen Eigenkapitalmittel für den Fonds bereit, mit dem Investitionen getätigt werden (Lerner & Leamon, 2023). Sie beeinflussen Investitionsentscheidungen nicht direkt, steuern aber investierende General Partner durch Auswahl der GPs und Besetzung der

[19] In % des allokierten Kapitals, 2014-2024 (Pitchbook, 2024b)

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Beraterkomitees, Fondsvertragsverhandlungen und Definition von ESG-Aspekten bzw. Ausschlusskriterien für Investitionen und umweltbezogene Mindeststandards (vgl. Principles for Responsible Investments, 2021). Durch diese Definition und Auswahl von Rahmenparametern nehmen sie indirekten Einfluss auf die Entscheidungen und Präferenzen der agierenden General-Partner-Investoren im Private-Equity-Fonds.

Die direkte Investition in Private-Equity-Fonds durch Bereitstellung von Eigenkapital und damit eine Positionierung als Limited Partner stehen grundsätzlich Personen und Organisationen offen, die über das benötigte Kapital verfügen[20]. In einigen Jurisdiktionen sind weitere Akkreditierungen als professionelle Investoren notwendig[21]. In der Praxis sind hohe Mindestinvestitionsbeträge vorausgesetzt, weshalb diese Rolle zumeist von großen, institutionellen Investoren wie bspw. Pensionsfonds, Stiftungen (Harvard, Yale[22]) und Asset-Managern eingenommen wird (Harris, Jenkinson & Kaplan, 2014). Die Rendite von Limited Partnern speist sich aus mehreren Quellen: Rückzahlungen des investierten Kapitals aus den Fonds sowie Ausschüttungen der Beteiligungsunternehmen (in Form von Dividenden und Rekapitalisierungen). Ihre Rendite ist daher von der Performance des individuellen Fonds abhängig.

2.3.3.2 General Partner

Die General Partner nehmen in Private-Equity-Fonds die zentrale Rolle beim Treffen von Investitionsentscheidungen ein. Sie agieren als operative Investoren eines Fonds entlang des gesamten Lebenszyklus.

Sie werben bei Limited-Partner-Investoren aktiv Eigenkapital für den Fonds ein, um dieses in der Folge in Beteiligungsunternehmen zu investieren (Kaplan & Strömberg 2009). Dabei müssen sie ihre geplante Investitionsstrategie überzeugend darlegen.

[20] Typischerweise sind im Rahmen der Einwerbung von Eigenkapital bestimmte Mindestbeträge zu leisten, um sich an einem Fonds beteiligen zu können – Privatanlegern die 20.000 EUR anlegen wollen, steht diese Möglichkeit nicht zur Verfügung

[21] Bspw. Accredited Investor (USA) oder die Akkreditierung als Professional Investor (EU)

[22] Beide Stiftungsvermögen der genannten Universitäten begannen bereits sehr früh in Private Equity als Anlageklasse zu investieren und sind bis heute mit einem beträchtlichen Teil des Stiftungsvermögens in die Anlageklasse investiert

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Dies umfasst häufig auch eine tiefgreifende Analyse der vorherigen, historischen Performance von durch die Investoren betreuten Fonds, der spezifischen Fähigkeiten des Investorenteams sowie des Governancemodells des jeweiligen Fonds. Fonds mit langer und erfolgreicher Historie haben in diesem Zusammenhang deutlich bessere Möglichkeiten für die Einwerbung von Eigenkapitalmitteln als neue Investoren, da sie ihre Leistungsfähigkeit bereits in der Vergangenheit bewiesen haben (Kaplan, Schoar, 2005).

General Partner sind rechtlich und organisatorisch für die Strukturierung des Fonds verantwortlich. D. h., sie bestimmen den Investitionshorizont, Gebührenkonstrukte, Anreizsysteme und die Vertragsstrukturen (vgl. Sahlman, 2022). Erfahrene, erfolgreiche Investoren haben dabei größere Gestaltungsmöglichkeiten als neue Investoren, die ihren ersten Fonds auflegen, da Limited Partner bereit sind, ihnen aufgrund ihrer vorangegangenen Erfolge größere Profitanteile bzw. höhere Autonomie bei der Ausgestaltung der Beteiligungsprozesse einzuräumen.

Nach der Strukturierung der Fonds sowie der Einwerbung der Eigenkapitalmittel sind General Partner mit der gesamthaften Verwaltung von Investitionsmöglichkeiten betraut. Sie identifizieren Beteiligungsmöglichkeiten sowohl im Rahmen von aktiven Prozessen als auch durch proaktive Akquisition[23], führen die Markt- und Finanzanalysen durch[24], leiten Kaufpreisangebote ab, koordinieren die Berater[25] und steuern den gesamten Beteiligungsprozess, bis zur Unterzeichnung der Verträge und zum Abschluss der Transaktion (vgl. Gompers et al., 2016).

Im Rahmen der Beteiligung sind sie auch verantwortlich für die Erstellung des Finanzierungskonzepts, inkl. Verhandlung mit Banken für Fremdkapitalvolumina und Zinskonditionen. Neben dem Management der Finanzierungs- und Beteiligungsprozesse fällt auch die anschließende Betreuung der

[23] Neben strukturierten Verkaufsprozessen, die typischerweise von Investmentbanken betreut werden, können Investoren auch einzelne Unternehmen, in besonders attraktiven Branchen eigenständig identifizieren und in der Folge kontaktieren, um eine Beteiligung zu prüfen

[24] Diese werden im Englischen als „Due Diligence“ Prozesse bezeichnet

[25] Diese umfassen typischerweise Investmentbanken, Steuerberater, Wirtschaftsprüfer und ggf. Unternehmensberater für die Marktpotentiale

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Beteiligungsunternehmen und damit verbundene operative Arbeit in ihren Verantwortungsbereich (Acharya et al., 2013). Ein bedeutsamer Teilaspekt dieser Verwaltung ist die kontinuierliche Überwachung der operativen und finanziellen Leistungsfähigkeit des Unternehmens sowie der Risiken und der strategischen Entwicklung[26]. Im Rahmen dieser Governance-bezogenen Tätigkeiten nehmen General Partner häufig aktive Rollen in Aufsichts- oder Beiräten ein und kontrollieren dabei Entscheidungen des Managements der Unternehmen. Sie agieren in diesen Funktionen als zentraler Intermediär zwischen Kapitalgebern (Limited Partnern) und Beteiligungsunternehmen (Sahlman, 2022).

Am Ende des Lebenszyklus der Investition steuern sie den Verkauf der Beteiligung, inkl. der Rückführung von Kapital an die Limited-Partner-Investoren. Der Begriff der General Partner umfasst damit alle direkt mit der Auswahl und Ausführung der Investitionen betrauten Führungskräfte der Fonds. Darüber hinaus existieren Investment Professionals bzw. die unterstehenden Teams.

2.3.3.3 Finanzierungspartner

Neben Eigenkapitalmitteln, die von Limited Partnern bereitgestellt werden, sind insbesondere LBO-Investoren auf die Bereitstellung von Fremdkapital zur Finanzierung ihrer Übernahmen und Optimierung der Kapitalstruktur ihrer Beteiligungsunternehmen angewiesen (Kaplan & Strömberg, 2009). Die Bandbreite der möglichen Finanzierungspartner ist groß. Kleine Private-Equity-Investoren greifen zum Teil noch auf klassische Hausbanken zurück, da sich die benötigen Fremdkapitalmittel auf der Höhe eines regulären Unternehmenskredits – bspw. für ein lokales Handwerkerunternehmen – bewegen. Für größere Transaktionen müssen Investoren i. d. R. auf überregionale Banken zurückgreifen. Bei großen Transaktionen findet eine Finanzierung häufig über internationale Banken mit auf Private Equity

[26] Dieser Aspekt der Investorentätigkeit hat erst über die Jahrzehnte an Bedeutung gewonnen, insbesondere vor dem Hintergrund der regelmäßigen Geschäftsabschwünge im Rahmen ökonomischer Schocks – In diesem Kontext fand auch eine kontinuierliche Professionalisierung der Berichtswesen an Investoren statt

10.15772/ANDRASSY.2026.008

spezialisierten Abteilungen[27] statt. Typischerweise werden große Finanzierungsrunden syndiziert; d. h., mehrere Banken teilen sich das zu finanzierende Volumen entlang von einzelnen Tranchen auf (vgl. Ongena et al., 2024). Dies geschieht insbesondere vor dem Hintergrund einer verbesserten Risikostreuung, da ein potenzielles Klumpenrisiko so reduziert wird. Neben klassischen Banken können private Investoren auch auf andere, auf Schuldverschreibungen spezialisierte Fonds zurückgreifen[28]. Diese haben typischerweise eine deutlich höhere Risikoaffinität als Geschäftsbanken (was auch damit korrespondiert, dass sie implizit deutlich höhere Renditen erzielen müssen). Sie übernehmen innerhalb der syndizierten Finanzierungsstruktur typischerweise die kleineren und risikoreichsten Tranchen, die nachrangig bedient werden, jedoch auch die höchste Verzinsung offerieren (Haque et al., 2024). Im Gegensatz zu Banken, die in der Strukturierung der Finanzierung häufig einen höheren Standardisierungsgrad fordern, bieten private Fremdkapitalinvestoren eine höhere Flexibilität und ermöglichen bspw. sogenannte Bullet[29]- und Revolver[30]-Optionen, die das Liquiditätsprofil für Investoren verbessern.

2.3.4 Abgrenzung von Investorengruppen und ihrer Anlagestrategie

2.3.4.1 Leveraged Buyout

Das LBO-Segment stellt in Bezug auf das allokierte Kapital das größte Segment innerhalb der Private-Equity-Anlageklasse dar (Pitchbook, 2024a). Die größten Investoren der Branche, definiert nach verwaltetem Kapital[31], sind entweder ausschließlich oder weitgehend auf die Investitionsstrategie LBO fokussiert. Während der ersten starken Wachstumsphase der Assetklasse, während der 1980er Jahre, wurde die Expansion insbesondere durch LBO-Investoren getrieben (Jensen, 1989).

[27] Es handelt sich bei den Abteilungen idR. Um den Bereich „Leveraged Finance“ der typischerweise in der Investment Banking Division liegt oder zumindest an den Bereich angegliedert ist

[28] Es handelt sich hierbei um so genannte „Debt Fonds“, große Vertreter aus diesem Bereich sind bspw. Ares Capital Management

[29] Bei Bullet Finanzierungen werden während der Laufzeit lediglich die Zinsen gezahlt, die Kreditsumme wird erst am Ende der Laufzeit bedient, daher ist der Liquiditätsausfluss während der Laufzeit eher gering

[30] Revolver Optionen umfassen eine flexible Kreditlinie die gezogen und zurückgezahlt werden kann – Ähnlich eines Kontokorrentkredits

[31] siehe KKR, Blackstone, Bain Capital, Thomas Bravo, CVC

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Damit korrespondiert, dass die größten Private-Equity-Übernahmen durch das LBO-Investorensegment realisiert werden. Letzteres grenzt sich über folgende Faktoren von anderen Private-Equity-Investoren ab:

1. Profitabilität und Kapitalvermehrung wurden historisch primär über Financial Engineering forciert. Die Kapitalstruktur von Beteiligungsunternehmen wird verändert; es findet eine verstärkte Aufnahme von Fremdkapital statt (Kaplan & Strömberg 2009). Leveraged-Buyout-Transaktionen sind durch einen verhältnismäßig geringen Einsatz von Eigenkapital des Fonds gekennzeichnet.

2. Präferierte Beteiligungsunternehmen sind typischerweise reife und etablierte Unternehmen, deren Kapitalflüsse eine hohe Stabilität aufweisen (Opler, Titman, 1993). Die Kapitalflüsse werden benötigt, um jährlich Zinsen und Rückzahlungen für die Kredite leisten zu können, die infolge der gesteigerten Fremdkapitalaufnahmen anfallen.

3. Aufgrund der starken Fokussierung auf Kapitalflüsse wird in der Bewertung möglicher Beteiligungsunternehmen stark auf intrinsische Bewertungsmethoden wie das Discounted-Cashflow-Modell sowie die LBO-Modellierung gesetzt (vgl. Pearl & Rosenbaum, 2013).

4. Die operative Arbeit in Beteiligungsunternehmen, insbesondere in Bezug auf operative Profitabilitätssteigerung, wird stark forciert und ist ein zentraler Treiber der Renditeentwicklung (Acharya et al., 2013).

5. Beteiligungen weisen typischerweise einen Anlagehorizont von lediglich vier bis sechs Jahren auf (Joenväärä et al., 2021), was geringer ist als bei anderen Investorensegmenten.[32]

[32] Die Struktur von Venture Capital Fonds erlaubt bspw. einen Anlagehorizont von bis zu 10 Jahren

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Das LBO-Investitionsmodell lässt sich daher hinsichtlich der Forschungsfrage zu Industriepräferenzen während ökonomischer Schocks folgendermaßen zusammenfassen: LBO-Investoren benötigen aufgrund ihrer stark von Schulden getriebenen Financial-Engineering-Ansätze besonders stabile Kapitalflüsse. Sie sind daher von Volatilitäten im Marktumfeld besonders betroffen. Da sich Volatilitäten zwischen Industriegruppen deutlich unterscheiden, eröffnet die Reallokation von Kapital zwischen Industrien während eines Schocks die Möglichkeit zur Risikodiversifizierung. Für die weitere Untersuchung sind LBO-Fonds daher von besonderem Interesse. Sie stellen nicht nur wie oben erwähnt das mit Abstand größte Investorensegment dar, sondern ihr Investitionsmodell korrespondiert auch mit nicht-zyklischen Industrien besser als mit zyklischen, aufgrund der Stabilität der Kapitalflüsse.

2.3.4.2 Growth Equity

Growth Equity stellt eine Form des wachstumsorientierten Beteiligungskapitals dar. Growth-Investoren beteiligen sich typischerweise an wachstumsstarken Unternehmen, die für die weitere Expansion ihrer Geschäftsaktivitäten zusätzliches Kapital benötigen und für Venture-Capital-Beteiligungen zu groß geworden sind. Growth-Equity-Investoren streben in diesem Zusammenhang typischerweise eine Minderheitsbeteiligung an (Demaria, 2020), im Gegensatz zu LBO-Investoren, die starken Einfluss auf die Kapitalstruktur eines Beteiligungsunternehmens nehmen (vgl. Axelson et al., 2013).

Die Abgrenzung zu Venture-Capital-Investoren ist fließend; eine Differenzierung erfolgt jedoch grundsätzlich anhand der Größe einer Beteiligung (Growth-Investoren investieren typischerweise einen deutlich höheren Betrag bzw. investieren in größere Unternehmen mit einem höheren Kapitalbedarf) und der Phase der Unternehmensentwicklung (Growth-Investoren investieren typischerweise in reifere Unternehmen in einem späteren Entwicklungsstadium; Gompers & Lerner, 2004). Präferierte Beteiligungsunternehmen haben bereits ein etabliertes Geschäftsmodell mit relevanten Umsätzen, die weiter skaliert werden sollen. Damit geht auch ein deutlich höherer Kapitalbedarf als bei Beteiligungsunternehmen in Frühphasen einher. Im Zuge des Aufschwungs digitaler Geschäftsmodelle haben Growth-Investoren ihre Aktivitäten über die letzten Jahre stark ausgeweitet. Der Anteil des durch Growth-

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Investoren allokierten Kapitals weltweit betrug jedoch auch in den letzten Jahren maximal ca. 25–30 % des Kapitals, das LBO-Investoren allokiert haben (vgl. Pitchbook, 2024a). Neben einer geringeren Anzahl der aktiven Investoren im Growth-Bereich sowie kleineren Mengen an verwalteten Eigenkapitalmitteln pro Fonds ist dies vor allem auf deutlich niedrigere Investitionssummen pro Beteiligung zurückzuführen. Die allokierte Menge an Kapital ist bei Transaktionen von Growth-Investoren geringer, da in kleinere Unternehmen in einer früheren Phase investiert sowie lediglich eine Minderheitsbeteiligung erworben wird, anstatt das gesamte Unternehmen zu erwerben. Dies limitiert die absolute Transaktionssumme pro Übernahme.

2.3.4.3 Special Situation / Turnaround

Die Gruppe der Turnaround-Investoren fokussiert sich auf die Übernahme und Restrukturierung von Unternehmen, die in eine wirtschaftliche Schieflage geraten sind. Solche Schwierigkeiten können sich anhand einer Vielzahl von Faktoren ausdrücken (vgl. Altman et al., 2019[33]). Typischerweise werden Unternehmen mit vorübergehenden operativen Verlusten und Liquiditätsschwierigkeiten priorisiert, deren Geschäftsmodell als nachhaltig erfolgreich angesehen und denen die Rückkehr in die operative Gewinnzone zugetraut wird.

Turnaround-Investoren zeichnen sich durch einen klaren Fokus auf operative Wertsteigerung aus. Sie sind bei Unternehmen kurzfristig stark in der operativen Steuerung und Kontrolle involviert. So nehmen sie Einfluss auf die Unternehmensführung, begleiten den Restrukturierungsprozess und leiten kurzfristig Maßnahmen zur Stabilisierung der Liquidität sowie zur Verbesserung der Ertragslage ein (vgl. Hotchkiss et al., 2008). Diese Maßnahmen umfassen häufig die Reduktion der Kostenbasis (bspw. durch eine Verringerung der Mitarbeiteranzahl), Optimierung des Umlaufvermögens[34] (durch Senkung der Forderungen aus Lieferung und Leistung sowie Neuverhandlung von Zahlungszielen bei bestehenden eigenen

[33] Altman et al. analysieren in ihrem Werk die verschiedenen Formen von Financial Distress ausführlich; die häufigsten werden mit Liquiditätsproblemen, Profitabilitätsproblemen, drohender Insolvenz sowie Problemen bei der Bedienung von Verbindlichkeiten zusammengefasst

[34] Englisch: Working Capital

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Verpflichtungen), Veräußerung von nicht geschäftskritischen Anlagewerten sowie kurzfristige Erhöhung des Umsatzes (vgl. Pearce & Robinson 1993).

Ein Großteil der Turnaround-Investoren unterhält hierfür eigene, interne Teams mit Experten für operative Wertschöpfung. Sie evaluieren potenzielle Übernahmen opportunistisch. Aufgrund der Fokussierung auf Restrukturierungsfälle verlaufen Beteiligungsaktivitäten typischerweise entlang von ökonomischen Wachstums- und Krisenzyklen. In Wachstumsphasen geraten weniger Unternehmen in Liquiditätsschwierigkeiten; daher ergeben sich auch weniger Anknüpfungspunkte für Turnaround-Investoren. Ökonomische Schockphasen stellen dagegen Gelegenheiten für attraktive Übernahmemöglichkeiten dar. Die Bewertungen für akquirierte Unternehmen liegen typischerweise deutlich unter denjenigen von LBO-Investoren und spiegeln die wirtschaftlichen Schwierigkeiten der Unternehmen wider (Goetz, 2020). Damit einher geht typischerweise eine geringere durchschnittliche Größe an allokiertem Kapital pro Transaktion, da die relativen Bewertungen deutlich geringer ausfallen.

Eine der größten Herausforderungen von Distressed- und Turnaround-Investoren ist die Identifikation geeigneter Übernahmekandidaten. Dieser Kreis beschränkt sich auf Unternehmen mit operativen und/oder finanziellen Schwierigkeiten, deren Geschäftsmodell und Positionierung jedoch noch ausreichend Potenzial bieten, um durch geeignete Restrukturierungsmaßnahmen erfolgreich stabilisiert zu werden. Aufgrund der hohen Unsicherheit und bestehenden Schwierigkeiten streben Distressed- und Turnaround-Investoren typischerweise eine Beteiligung zu einem Bewertungsabschlag[35] an. In dieser Beteiligungsform wird bereits die Möglichkeit eines kompletten Ausfalls antizipiert, ähnlich wie bei VC-Investoren. Im Unterschied zu VC-Investoren, die in Frühphasen des Unternehmenswachstums investieren, fokussieren Turnaround-Investoren eher reife Unternehmen in operativer oder finanzieller Schieflage. Distressed- und Turnaround-Investoren streben eine starke operative Verbesserung des Unternehmens über eine direkte Beteiligung an und

[35] Im Vergleich zu LBO-Investoren

10.15772/ANDRASSY.2026.008

nutzen Governance-Hebel sowie Aufsichtsratsmandate aus, um kurzfristig eine Optimierung der Ertrags- und Liquiditätslage sicherzustellen (Lohrke et al., 2004).

2.3.4.4 Venture Capital

Venture-Capital-Investoren sind eine der bekanntesten und wissenschaftlich am meisten erforschten Investorengruppen innerhalb von Private Equity. Diese Anlagestrategie hat in den letzten Jahren im Kontext des Aufkommens innovativer Digitalunternehmen verstärkt Aufmerksamkeit sowohl in der Öffentlichkeit als auch im wissenschaftlichen Diskurs erhalten, da sich viele bekannte Unternehmen[36] in der Frühphase über eine Venture-Capital-Beteiligung finanziert haben. Obwohl Venture-Capital-Investoren per se industrieagnostisch agieren, hat sich in den letzten Jahren eine starke Konzentration im IT- und Digitalsektor herausgebildet (vgl. Pitchbook 2024a, 2024b). Dies korrespondiert mit den hohen Wachstumsraten sowie technologischen Innovationspotenzialen von vielen Unternehmen aus dieser Industriegruppe.

Venture-Capital-Investoren streben Minderheitsbeteiligungen an jungen, innovativen Unternehmen mit hohem Wachstumspotenzial an. Diese besitzen jedoch häufig keine belastbare Ertragsbasis bzw. Historie, auf deren Grundlage eine finanzielle und risikoorientierte Bewertung vorgenommen werden könnte. Dieses Investitionsfeld geht, insbesondere in sehr frühen Phasen, mit einer hohen technologischen und kundenbezogenen Unsicherheit sowie Informationsasymmetrien einher (Gompers, Lerner, 2001).

Aufgrund dieser Unsicherheiten stehen Frühphasenunternehmen klassische Finanzierungsinstrumente wie Bankkredite i. d. R. nicht zur Verfügung. Da sie jedoch im Kontext von innovativen Technologien und hohen Wachstumsraten einen Kapitalbedarf haben, füllen Venture-Capital-Investoren diese Lücke. Ihnen kommt damit nicht nur eine Relevanz für Limited-Partner-Investoren zu; sie tragen aktiv zur Innovationsförderung in Volkswirtschaften bei (Kortum & Lerner, 2000). Die Rolle von Venture-Capital-Investoren ist nicht nur auf das Bereitstellen von Kapital beschränkt; sie unterstützen Beteiligungsunternehmen auch aktiv durch das Professionalisieren

[36] Sehr bekannte Beispiele umfassen Facebook, Twitter, Uber sowie SpaceX

10.15772/ANDRASSY.2026.008

von Strukturen, Zugang zu ihrem Investorennetzwerk sowie die Auswahl von Managementteams (Hellmann & Puri, 2002).

Im Kontrast zu anderen Investorengruppen agieren Venture-Capital-Investoren vor dem Hintergrund von frühen Investitionsphasen und hohen Informationsasymmetrien mit verschiedenen, spezifischen Governancemodellen und Vertragskonstellationen. Die Finanzierung verläuft typischerweise etappenweise und ist an konkret vereinbarte Meilensteine geknüpft (Sahlman, 2022), die ein Unternehmen erreichen muss, um eine weitere Anschlussfinanzierung zu erhalten. Diese Meilenstein-basierte Finanzierung geht mit einer engmaschigen Kontrolle der finanziellen Ertragslage sowie operativen Umsetzungsgeschwindigkeit einher.

Venture-Capital-Investoren antizipieren dabei eine hohe asymmetrische Renditeverteilung innerhalb ihres Portfolios. Aufgrund der hohen Unsicherheiten in Frühphasen wird eine Insolvenz eines substanziellen Teils der Unternehmen einkalkuliert. Beteiligungen an Unternehmen, die die hohen Wachstumsaussichten dagegen erfolgreich erreichen, können mit hohen Renditen abgestoßen werden und kompensieren Verluste bei Beteiligungen an insolventen Unternehmen. Diese Portfoliologik kontrastiert bspw. stark mit derjenigen von LBO-Investoren.

Weitere zentrale Unterschiede zwischen den Investorengruppen liegen in der Beteiligungsform. Venture-Capital-Investoren streben fast ausschließlich Minderheitsbeteiligungen über Eigenkapital an, während LBO-Investoren hohe Fremdkapitalmittel einsetzen und Unternehmen vollständig übernehmen. Der Fokus der operativen Wertsteigerung bei Beteiligungen ist typischerweise anders gelagert: Venture-Capital-Investoren konzentrieren sich auf Technologieförderung und Wachstum; LBO-Investoren sind häufig auf Effizienz- und Kostenverbesserungen sowie Financial Engineering ausgerichtet.

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass Venture-Capital-Investoren eine herausragende Bedeutung in der Finanzierung von innovativen Unternehmen in Frühphasen zukommt. Sie agieren dabei unter hoher Unsicherheit, unterstützen Unternehmen in der Professionalisierung ihrer Strukturen und erzielen disproportionale Renditen innerhalb ihres Portfolios. Die Fokussierung von Investorengruppen entlang des Lebenszyklus von Unternehmen ist in Abb. 6 verdeutlicht.

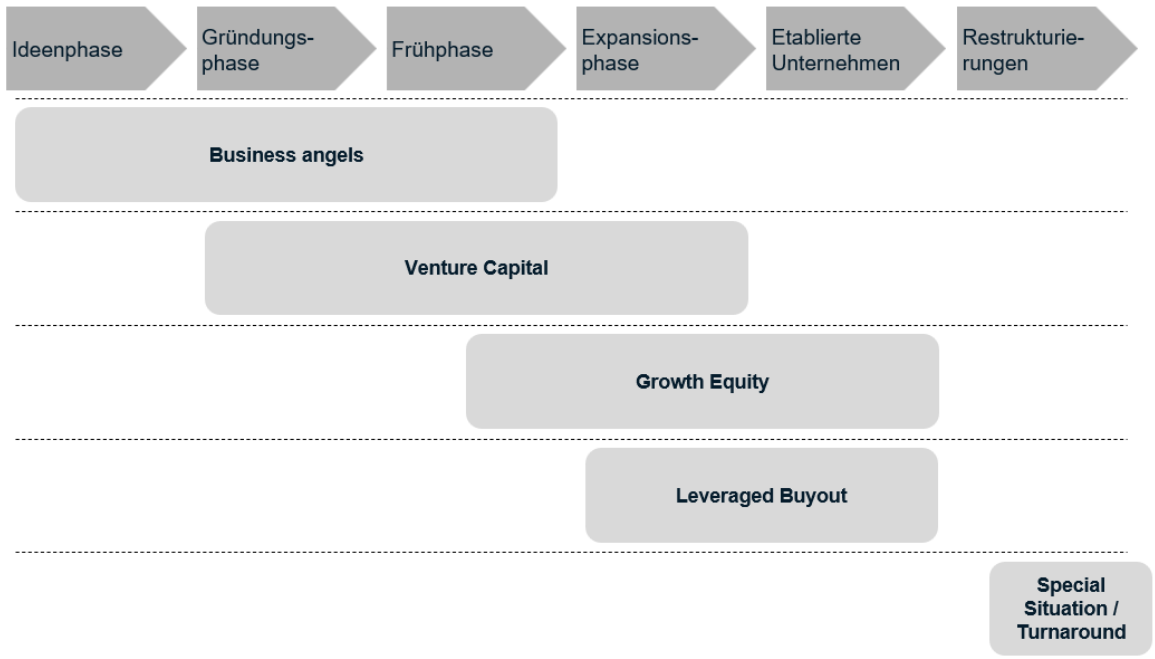

Abbildung 6: Positionierung von Investoren entlang des Unternehmenslebenszyklus

2.3.5 Strukturierung von Private-Equity-Investmentgesellschaften

2.3.5.1 Struktur von Private-Equity-Fonds

Private-Equity-Investoren sind typischerweise in rechtlich eigenständigen Unternehmen organisiert. Innerhalb dieser existierenden Dachorganisationen werden rechtlich abgegrenzte Investmentvehikel in Form von Fonds aufgesetzt, die als Investitionsvehikel agieren (Metrick & Yasuda, 2010). Dies ermöglicht neben einer vereinfachten und zielgerichteteren Kapitalaufnahme auch eine Limitierung von Haftungsrisiken. Während die zentralen Führungskräfte einer Private-Equity-Gesellschaft ganzheitlich über alle Investitionsvehikel übergreifend agieren (vgl. Metrick & Yasuda, 2010), sind operative General Partner stärker an einzelne Fonds

10.15772/ANDRASSY.2026.008

gebunden und betreuen konkrete Portfoliounternehmen sowie einzelne Transaktionen (vgl. Gompers et al., 2016).

2.3.5.2 Einwerbung von Eigenkapitalmitteln für Fonds

Das Einwerben von Eigenkapitalmitteln ist zentraler Bestandteil im Lebenszyklus eines Fonds und bestimmt die Finanzierungsmöglichkeiten maßgebend. Die General Partner definieren vor dem Prozess eine angestrebte Fondsgröße (bspw. 2 Mrd. EUR zugesagtes Kapital[37], vgl. Chung et al., 2012). Allgemein streben General Partner eine Maximierung des eingeworbenen Kapitals an. Ihre Kompensation ist typischerweise in zwei Komponenten unterteilt (Kaplan & Strömberg 2009): eine fixe Verwaltungsgebühr pro Jahr, die sich an der Höhe des verwalteten Kapitals orientiert, sowie eine erfolgsabhängige Vergütung. Beide kompensationsrelevanten Komponenten sind mit der Höhe des verwalteten Kapitals direkt verbunden. Die Fähigkeit der Investoren zur Kapitaleinwerbung hängt jedoch von mehreren Faktoren ab. Diese umfassen zum einen ihre bisherigen Investitionserfolge. General Partner in einer alteingesessen und seit Jahrzehnten kontinuierlich erfolgreichen Private-Equity-Gesellschaft haben deutliche Vorteile in der Kapitaleinwerbung (Barber & Yasuda, 2017). Zum anderen sind die Kompetenzen einzelner zentraler Führungspersonen ein wesentliches Kriterium (vgl. Lerner et al., 2007). Darüber hinaus determinieren die in Aussicht gestellten Rahmenbedingungen der Investitionsstrategie sowie die Charakteristika des Zielmarktes bzw. der Zielindustrie die Möglichkeiten von Fonds, Eigenkapital einzuwerben und eine ideale Rendite zu erzielen (Lopez-de-Silanes et al., 2015); Leveraged-Buyout-Fonds, die bspw. ausschließlich den ambulanten Versorgungssektor in Deutschland priorisieren, können aufgrund eines limitierten und fragmentierten Zielmarktes weniger Kapital aufnehmen als bspw. ein agnostischer Venture-Capital-Fonds.

[37] Fachbegriff Im Englischen: *Committed Capital*

10.15772/ANDRASSY.2026.008

2.3.6 Relevanz für nationale und internationale Volkswirtschaften

Die Bedeutung von Private Equity als Anlageklasse hat in den vergangenen Jahren sowohl in Deutschland als auch international zugenommen. Dieser Anstieg wurde vor allem durch die anhaltende Niedrigzinsphase sowie die daraus folgende große Verfügbarkeit von Kapital getrieben (Goossens, 2019). Dies führte ebenfalls zu einer Zunahme der Anzahl von Private-Equity-Investoren in Europa (Caselli, Negri, 2021). Die erhöhte Verfügbarkeit von Kapital sowie die gewachsene Anzahl aktiver Investoren resultierten in einer signifikanten Steigerung der Transaktionsaktivität (sowohl gemessen an der Anzahl der Transaktionen als auch am Wert) im Private-Equity-Bereich in Europa (Bellucci et al., 2020; European Data Cooperative, 2020).

Die Bedeutung von Private-Equity-Investoren für Volkswirtschaften beschränkt sich nicht nur auf die Bereitstellung von Kapital. Empirische Studien legen nahe, dass sie wirtschaftliches Wachstum und Innovation fördern können (vgl. Bernstein et al., 2017). Im Rahmen der Professionalisierung der Unternehmensstrukturen verbessern sie aktiv deren Effizienz und die Kapitalallokation. Im wissenschaftlichen Diskurs werden Private-Equity-Investoren daher häufig als Intermediäre betrachtet, die neben Kapital auch Managementkompetenzen, Governance-Wissen und technologisches Expertenwissen zur Verfügung stellen (Kaplan & Strömberg, 2009). Ihre Bedeutung speist sich auch aus den Informationsasymmetrien (vgl. Akerlof, 1978) zwischen privaten und am Kapitalmarkt gelisteten Unternehmen. Kleine, hochinnovative Unternehmen sind häufig privat geführt, nicht am Kapitalmarkt gelistet und weisen insbesondere in der Frühphase größere Informationsasymmetrien auf, die ihnen den Zugang zu klassischen Finanzierungsinstrumenten – insbesondere aus dem Bereich der Fremdkapitalmittel – erschweren (Carpenter, Petersen, 2002). Investoren, die trotz dieser bestehenden Risiken Investitionen vornehmen, können die Skalierung von technischen Innovationen ermöglichen. Diese tragen zu volkswirtschaftlichem Wachstum und damit verbunden zur Schaffung neuer Arbeitsstellen bei. Sie erhöhen durch neue Technologien die Effizienz von Prozessen und Dienstleistungen (vgl. Bernstein et al., 2017). Dies steigert übergreifend die Wettbewerbsfähigkeit einzelner Volkswirtschaften.

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Durch den Auswahlprozess, den Unternehmen durchlaufen, tragen Investoren zur effizienten Allokation knapper finanzieller Ressourcen bei, indem sie in die am stärksten wachsenden und innovativsten Unternehmen der jeweiligen Volkswirtschaften investieren und diese aktiv fördern. Durch ihre aktive Rolle in der Unternehmensgovernance, durch Überwachung der finanziellen Ertragslage und Liquiditätssituation, durch Aufsichtsratsmandate sowie eine Professionalisierung der Managementsysteme und des finanziellen Reports begünstigen sie die Steigerung der Transparenz maßgeblich. Diese aktive Rolle von Investoren in Unternehmen kann signifikante Vorteile hinsichtlich des langfristigen Geschäftserfolges mit sich bringen (Harris, 2010).

Distressed- und Turnaround-Investoren können darüber hinaus eine besondere Rolle bei der Stabilisierung von Unternehmen in finanzieller Schieflage spielen. Durch ihre Bereitstellung von Kapital und Wahrnehmung von Kontroll- sowie Steuerungsfunktionen im Rahmen der Governance können sie Unternehmen vor der Insolvenz bewahren und Arbeitsplätze erhalten. Es besteht jedoch auch ein Risiko von übermäßigem Arbeitsplatzabbau im Zuge von Restrukturierungsprozessen, wenn Investoren die Ertragslage des Unternehmens falsch einschätzen.

Zusammenfassend lässt sich schlussfolgern, dass Private-Equity-Investoren als Finanzintermediäre eine elementare Rolle bei der Förderung von Wachstum und Innovation in Volkswirtschaften spielen, indem sie Informationsasymmetrien reduzieren, Kapital effizient allokieren und Transparenz in Unternehmen erhöhen.

2.3.6.1 Bedeutung von Private Equity für die deutsche Volkswirtschaft

Im weltweiten Vergleich ist Deutschland für Private Equity ein fortschrittlicher Standort mit gutem Entwicklungsstatus. Investoren sind seit Jahrzehnten in Deutschland aktiv und stellen mittlerweile einen relevanten Anteil der Akteure im M&A-Markt. Es gibt etablierte Netzwerke für die Finanzierung seitens Geschäfts- und Investmentbanken sowie Debt-Fonds. Der Pool an aktiven Investoren entlang aller Anlagestrategien ist in den letzten Jahren kontinuierlich gewachsen. Auch das regulatorische Umfeld ist entwickelt und schafft nachhaltige Rahmenbedingungen sowie Rechtssicherheit für Investoren. Empirische Studien kommen zusammenfassend zu dem Schluss, dass

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Deutschland generell attraktive Anlagebedingungen für Investoren bietet (vgl. Scheuplein, 2019a; Scheuplein 2019b).

Im direkten Vergleich mit den am weitesten entwickelten Märkten USA und Großbritannien hinkt Deutschland jedoch auch historisch gesehen hinterher. Die jährlichen Investitionen in Deutschland, gemessen am Anteil des BIP, sind verglichen mit den beiden genannten Staaten deutlich geringer. Darüber hinaus sind Private-Equity-Investoren höheren regulatorischen und Offenlegungspflichten unterworfen. In einigen Subindustrien bestehen darüber hinaus spezifische regulatorische Limitationen, wie bspw. im deutschen Gesundheitssektor das Fremdbesitzverbot[38], die das systematische Ausrollen etablierter Modelle erschweren bzw. verhindern.

2.3.6.2 Attraktivität des Standorts Deutschland für Private-Equity- und Venture-Capital-Investoren

Der Standort Deutschland weist in seiner Beschaffenheit und Struktur verglichen mit den USA oder dem Vereinigten Königreich einige Besonderheiten auf. Die Unternehmenslandschaft in Deutschland ist durch eine große Anzahl kleiner und mittelständischer Unternehmen geprägt. Über 99 % der Unternehmen in Deutschland gehören zur Gruppe der KMU (IfM Bonn, 2024), die gemeinhin auch als ‚deutscher Mittelstand' bezeichnet wird. Neben einem hohen Fragmentierungsfaktor sind viele dieser Unternehmen auf Basis technologischer Innovationen in Nischenindustrien erfolgreich und operieren als Marktführer weltweit. Verglichen mit anderen Ländern verfolgen mittelständische Unternehmen in Deutschland häufig Wettbewerbsvorteile basierend auf industriellen oder technologischen Kompetenzen (Hall & Soskice, 2001). Die große Anzahl an mittelständischen Unternehmen schafft einen Pool möglicher Übernahmekandidaten und reduziert die Abhängigkeit der Eigentümerfamilien von öffentlichen Kapitalmärkten oder Geschäftsbanken als priorisierte Finanzierungsquellen und Perspektiven für die Unternehmensnachfolge.

[38] Diese schreibt vor, dass Apotheken nicht durch Finanzinvestoren besessen werden dürfen, sondern lediglich von natürlichen, approbierten Apothekern – Dies verhindert bspw. eine Skalierung von Praxisgruppen, wie sie im MVZ-Kontext mittlerweile üblich ist

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Neben den strukturellen Eigenschaften der deutschen Unternehmenslandschaft hinsichtlich Anzahl, Größe und strategischer Positionierung spielt die Eigentümerstruktur eine entscheidende Rolle. Der Großteil der Unternehmen aus dem deutschen Mittelstand ist nicht börsengelistet und i. d. R. in der Hand von Privatpersonen (vgl. Statistisches Bundesamt, 2019a/b). Häufig handelt es sich dabei um Eigentümerfamilien, die die Unternehmen über Generationen aufgebaut haben. Ihr Anlagehorizont erstreckt sich über einen längeren Zeitraum als bei institutionellen Investoren und Kapitalmarktunternehmen (Miller & Le Breton-Miller, 2005). Mit diesen Eigentümerkonstellationen gehen jedoch auch spezifische Herausforderungen in der Governance und Nachfolge einher. Der demografische Wandel in Deutschland verstärkt den Druck bei diesen Herausforderungen zusätzlich. In den nächsten Jahren werden immer mehr Eigentümer das Rentenalter erreichen (vgl. IfM Bonn, 2022). Das Finden von geeigneten Nachfolgern, insbesondere in hochspezialisierten Nischenunternehmen in ländlichen Regionen, gestaltet sich zunehmend schwierig. In inhabergeführten Unternehmen wird in den meisten Fällen eine Nachfolge innerhalb der Familie mit deren Mitgliedern angestrebt. Bisherige Studien legen jedoch den Schluss nahe, dass Nachfolgeregelungen innerhalb einer Familie zunehmend herausfordernder werden und externe Lösungen an Bedeutung gewinnen (vgl. Hehn, 2011).

Eine maßgebliche Rolle in diesem Zusammenhang spielt die Liquidität des Vermögenswertes. Aktien eines börsengelisteten Unternehmens können direkt an der Börse platziert und von Investoren erworben werden. Im Falle des Verkaufs eines privaten Unternehmens ist die Suche nach einem Investor für die Eigentümerfamilie eine größere logistische Herausforderung. Der Verkauf an Privatpersonen, bspw. unternehmensinterne Manager oder andere Eigentümerfamilien, ist eine Option; hierbei stellt jedoch die Preisbereitschaft eine Schwierigkeit dar. Die Übertragung größerer Beteiligungswerte wird durch begrenzte Finanzierungskapazitäten von Privatpersonen erschwert (vgl. Wright, Robbie & Thompson, 1990). Zusätzlich ist die Finanzierung durch Banken aufgrund fehlender Vermögenswerte limitiert.

Private-Equity-Investoren fungieren an dieser Schnittstelle als Intermediäre zwischen finanzierender Kapital- und Eigentümerseite. Sie benötigen bei Beteiligungen, anders als strategische Investoren, weniger direktes Synergiepotenzial und inhaltlichen Bezug

10.15772/ANDRASSY.2026.008

zu vorherigen Investitionen (auch wenn mögliche Synergieeffekte mit im Portfolio befindlichen Unternehmen weiteres Profitpotenzial schaffen). Investoren stehen weiter reichende Strukturen zur Finanzierung und Durchführung komplexer Eigentumsübergänge zur Verfügung. Sie sind in der Lage, auch größere Beteiligungen entlang eines Konsortiums zu refinanzieren oder durch zusätzliche Fremdkapitalinstrumente in der Liquidität zu steuern.

Diese strukturellen Anknüpfungspunkte für Private-Equity-Übernahmen in Deutschland haben über die Jahrzehnte zu einer nachhaltigen Entwicklung des Investorensegments beigetragen.

2.4 Historische Entwicklung der Anlageklasse

2.4.1 Professionalisierung und erster Boom (1980–1989)

Die 1980er Jahre werden in der wissenschaftlichen Literatur als Übergang von einer selektiven, auf Basis von Einzelbeteiligungen etablierten Beteiligungsform zu einer institutionellen Anlageklasse mit professionalisierten Strukturen beschrieben. Bereits vorher gab es verschiedene Formen von Risikokapitalinvestoren, die selektiv Beteiligungen an Unternehmen eingingen. Die Historie von Venture Capital reicht bei modernen Fonds bis in die 1940er Jahre hinein (vgl. Liles 1977). Es handelte sich hierbei jedoch um selektive Aktivitäten in kleinem Maßstab. Die Institutionalisierung von Private-Equity-Beteiligungsinvestitionen – insbesondere in Form von Leveraged-Buyout-Investitionen – wurde in den 1980er Jahren forciert, wobei starke Unterschiede in der Entwicklungsgeschwindigkeit und -reife der Industrie zwischen Regionen festgestellt werden können. In angloamerikanischen Märkten, insbesondere in den USA und Großbritannien, wurden die Professionalisierung und Skalierung am schnellsten vorgenommen (Gilligan & Wright, 2010). Die Institutionalisierung der Industrie wurde dabei maßgeblich von Investoren aus den USA angeführt. Innerhalb der Investorenklassen waren es vor allem LBO-Investoren, die in den 1980er Jahren ein starkes Wachstum sowohl im eingeworbenen Eigenkapital als auch im investierten Kapital erzielen konnten (Fenn et al., 1997).

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Für die starke Expansion während der 1980er Jahre gab es speziell in den USA eine Reihe von regional fokussierten Treibern. Ein wesentlicher Katalysator, vor allem für Leveraged-Buyout-Investoren, war dort die damals beschleunigte Deregulierung der Finanzmärkte. Einer der wichtigsten Meilensteine war der ‚Employee Retirement Income Security Act' (ERISA) von 1974 sowie die darauffolgende ‚Prudent Man Interpretation' durch das Department of Labor 1979 (Gompers, Lerner, 2004). So wurde es Pensionsfonds in den USA erleichtert, ihr verwaltetes Kapital in alternativen Anlageklassen, jenseits von etablierten, festverzinslichen Wertpapieren zu investieren. Pensionsfonds in den USA gehören bis heute zu den größten institutionellen Investoren der Welt.

Für Anleger mit gesteigerten Renditeerwartungen stellte Private Equity in den 1980er Jahren eine attraktive, alternative Anlageklasse dar. Bis zu dieser Zeit gab es nur wenig standardisierte Prozesse zur Einwerbung von Eigenkapitalmitteln. Der Kreis möglicher Investoren war stark beschränkt und inkludierte wohlhabende Einzelpersonen und Familien, da institutionelle Anleger (wie bspw. Pensionsfonds) aufgrund der regulatorischen Bestimmungen in den USA keine Möglichkeit hatten, Kapital in Private Equity zu allokieren. Einwerbungen für Eigenkapital[39] erfolgten häufig auf Basis von Einzeltransaktionen, nicht standardisierten Prozessen, was das Volumen limitierte und den Ablauf ineffizient machte. Institutionelle Investoren forcierten zudem die Professionalisierung der Strukturen von Fonds, von denen Grundzüge – wie die Skalierung des Limited-Partner-Modells, das in den 1960er und 1970er Jahren entwickelt wurde – bis heute Bestand haben. Dies umfasste Aspekte rund um die Vergütungsstruktur und Elemente wie Management Fees oder Carried Interest, aber auch die Etablierung von Kennzahlen für die Steuerung und Erfolgsmessung wie bspw. Internal Rate of Return (IRR) sowie verschiedener Kapitalmultiplikatoren (Wright et al., 1992).

Die Deregulierung, kombiniert mit einer Professionalisierung der Fondsstrukturen, steigerte die Attraktivität der Anlageklasse für institutionelle Investoren. Dies drückte sich auch im zugesagten Eigenkapital der Private-Equity-Industrie in den USA aus. Zwischen 1980 und 1989 stieg dieses von 5 Mrd. USD auf über 40 Mrd. USD

[39] Englisch: Committed Capital

10.15772/ANDRASSY.2026.008

(Gompers & Lerner, 2001). Neben einem deutlichen Zuwachs der verfügbaren Eigenkapitalmittel wurde die Expansion der Private-Equity-Industrie im Kontext der Deregulierung der Finanzmärkte auch durch die gesteigerte Verfügbarkeit von Krediten und weiterer Fremdkapitalmittel gefördert. Kredite für Private-Equity-Transaktionen sind mit einem höheren Risiko für finanzierende Banken verbunden und werden daher auch zu einer höheren Verzinsung emittiert.

Neben einer starken strukturellen und marktseitig bedingten Entwicklung wurde auch eine breitere Öffentlichkeit in den 1980er Jahren auf Private-Equity-Investoren aufmerksam. Ein Meilenstein in diesem Zusammenhang war 1988 die Übernahme von RJR Nabisco durch den Investor KKR für 31,1 Mrd. USD, die bis zu dem Zeitpunkt größte Leveraged-Buyout-Transaktion (vgl. Burrough, Helyar, 1990).

Diese Phase kann aufgrund der starken Steigerung in der Anzahl der Transaktionen, der eingeworbenen Eigenkapitalmittel sowie der selbst für heutige Verhältnisse großen Transaktionsvolumina als eine erste ausgeprägte Expansionswelle von Private Equity weltweit bezeichnet werden, wobei die Entwicklung maßgeblich vom US-amerikanischen Markt getrieben wurde (Gilligan, Wright, 2020). Die großen Transaktionen (bspw. RJR Nabisco) wurden durch außergewöhnlich hohe Verschuldungsgrade innerhalb der Finanzierungsstruktur ermöglicht[40]. Finanzierende Banken waren in den 1980er Jahren – auch im Kontext der oben beschriebenen Deregulierung – bereit, deutlich höhere Verschuldungsgrade zu akzeptieren und zu refinanzieren, als es heute der Fall ist. In einzelnen Transaktionen wurden bis zu 80–90 % des Transaktionspreises über Fremdkapital abgedeckt und von Banken refinanziert (vgl. Kaplan, Stein, 1993). Zum Vergleich lagen diese Werte in den 2010er und frühen 2020er Jahren im Bereich von 50–70 % (Axelson et al., 2013). Durch erhöhten Einsatz von Fremdkapital steigt die potenzielle Eigenkapitalrendite, gleichzeitig jedoch auch die Fragilität des Finanzierungskonstrukts gegenüber Schwankungen in der Ergebnislage (potenziell verursacht durch operative Leistungsschwierigkeiten, aber auch externe, makroökonomische Schocks). Liquiditätsmengen wurden für finanzierende Banken deutlich ausgeweitet. General Partner waren darüber hinaus nicht nur in der Lage, wesentlich größere Transaktionen

[40] Hiermit sind Anteile von >60% Fremdkapital zur Kaufpreisfinanzierung gemeint

10.15772/ANDRASSY.2026.008

zu realisieren, als ihr vorhandenes Eigenkapital eigentlich erlauben würde; sie konnten auch eine höhere Anzahl von Transaktionen realisieren, da für einzelne Geschäfte nur vergleichsweise wenig Eigenkapital verwendet werden musste. Die gesteigerten Profitaussichten für Investoren und finanzierende Banken standen jedoch im Verhältnis zu einem analog gesteigerten Risiko. Höhere Verschuldungsgrade bringen höhere Risiken in den zu realisierenden Kapitalflüssen mit sich. Aufgrund der periodisierten Strukturierung der Rückzahlung von Zinsen müssen regelmäßig höhere Rückzahlungen geleistet werden als bei einer höheren Finanzierung mit Eigenkapital. Dadurch wird bei einer vergleichbaren Transaktion unter Einsatz eines höheren Fremdkapitalanteils die Rückzahlungsfähigkeit durch ausreichende Kapitalrückflüsse aus dem Beteiligungsunternehmen risikobehafteter.

Aufgrund der Erfolge und des starken Wachstums der Private-Equity-Industrie in den USA begannen in den 1980er Jahren auch erste Fonds in Europa das Geschäft zu etablieren, wobei der Markt im Vereinigten Königreich in der Entwicklung anderen europäischen Märkten, inkl. Deutschland, voraus war. 1983 etablierte sich in London mit der British Venture Capital Association (BVCA) ein erster Branchenverband des institutionalisierten Geschäftsmodells von Private Equity (vgl. Gilligan & Wright, 2010).

2.4.2 Bereinigung und DotCom-Ära (1990–2001)

Die 1990er Jahre markieren nicht nur eine bedeutsame Phase in der weiteren Professionalisierung der Private-Equity-Strukturen. Die Periode steht insbesondere für die Expansion und Etablierung des Geschäftsmodells, sowohl international (mit Blick auf die weitere Erschließung der europäischen Märkte) als auch hinsichtlich der Verzahnung mit dem Kapitalmarkt und der Wahrnehmung in der Öffentlichkeit. Das Jahrzehnt ist jedoch auch geprägt von einer massiven Expansion und Blasenbildung Ende der 1990er Jahre im Kontext der DotCom-Ära, sowie marktseitigen Bereinigung der Risikosteuerung nach Fehlinvestitionen und Finanzierungsausfällen.

Nach der Professionalisierung und Expansion der Private-Equity-Industrie in den 1980er Jahren kam der nachhaltige Wachstumstrend Anfang der 1990er Jahre zum Erliegen. Ein deutlicher Rückgang der zugesagten Eigenkapitalmittel war die Folge; die Industrie trat zunächst in eine Phase der Konsolidierung ein. Dieser Rückgang

10.15772/ANDRASSY.2026.008

wurde durch eine Kombination von sich verschlechternden makroökonomischen Bedingungen und risikobehafteten Altlasten aus vorherigen Investitionen getrieben.

Auf der makroökonomischen Ebene war das gesamtwirtschaftliche Umfeld durch eine leichte Rezession zunehmend herausfordernder geworden, da Wachstumsperspektiven für Unternehmen limitiert waren. Auf der Industrie-Ebene hatten viele Fonds in der Boomphase der 1980er Jahre hochriskante Übernahmen abgeschlossen und diese mit hohen Fremdverschuldungsquoten finanziert[41]. Infolge der Rezession und sich verschlechternder Wachstumsperspektiven mussten die Bewertungen der Beteiligungsunternehmen korrigiert werden. Ein großer Teil dieser Fonds musste dementsprechend hohe Verluste hinnehmen, die in einzelnen Fällen zur Abwicklung des gesamten Investors führten. Ein solcher Ausfall hatte für die finanzierenden Banken ebenfalls einen Komplett- oder Teilausfall ihrer Fremdkapitalfinanzierung zur Folge. Während Finanzierungen von Private-Equity-Übernahmen – auch aufgrund der höheren Verzinsung als bei Kreditgeschäften von Privatkunden – für Banken in den 1980ern ein sehr attraktives neues Geschäftsfeld eröffnet hatten, wurde die Risikosteuerung in den 1990er Jahren nach den ersten großen Ausfällen deutlich restriktiver und der maximal zu refinanzierende Fremdkapitalanteil gedeckelt. Diese Entwicklung lässt sich am Verschuldungsgrad der Private-Equity-Beteiligungsunternehmen nachvollziehen. Dieser fiel in den USA von 7,1 x (Debt/EBITDA) Ende 1993 auf 4,9 x (Debt/EBITDA) im Jahr 1999 (Kaplan & Strömberg, 2009).

2.4.2.1 Weitere Professionalisierung der Strukturen und Governance

Zu Beginn der Professionalisierung der Private-Equity-Industrie strebten LBO-Investoren, die damals den Großteil des investierten Kapitals verwalteten, Renditen vor allem über den Leverage-Effekt an (Kaplan, Strömberg, 2009). Dieser beruht darauf, ein Unternehmen mit einem geringen Eigen- und hohen Fremdkapitalanteil zu übernehmen, Zinsen aus der bestehenden Verschuldung zu bedienen und verbleibende Profite dem Investor zuzuführen. Auf Basis der geringen Anteile an Eigenkapital können sich sehr hohe relative Renditen ergeben. Vor dem Hintergrund

[41] Siehe Referenz im vorangegangenen Kapitel, Fremdkapitalallokation von >80% der Kaufpreissumme wurden in den 1980er Jahren von Banken akzeptiert und re-finanziert

10.15772/ANDRASSY.2026.008

der verringerten Verschuldungsgrade in den 1990er Jahren wurde die Rendite aus dem Leverage-Effekt, der Investoren zur Verfügung stand, geringer. General Partner, die ihre Renditeerwartungen konstant hielten, erweiterten daher ihr Portfolio an wertsteigernden Maßnahmen. Dies umfasste in dieser Periode insbesondere operative Verbesserungen und damit höhere organische Profitabilitätslevel (vgl. Achleitner, Braun & Engel, 2011[42]). Dieses Streben stellte hinsichtlich der Kompetenzbereiche von Investoren eine deutliche Weiterentwicklung dar, da diese in der Folge nicht mehr nur in der Identifikation von attraktiven Investitionsobjekten und der Orchestrierung des Übernahmeprozesses inkl. Finanzierung involviert waren, sondern auch in der operativen Wertsteigerung und dem operativen Management des Beteiligungsunternehmens. Dieser Entwicklung wurde in der Folge u. a. damit Rechnung getragen, dass führende Private-Equity-Fonds wie KKR, Bain Capital und Carlyle eigene, operationsfokussierte interne Teams aufbauten, da bestehende General-Partner-Teams vor dem Hintergrund ihres bisherigen Aufgabenfeldes nur eingeschränkte operative Erfahrung gesammelt hatten (vgl. Kaplan & Strömberg, 2009).

Neben einer Erweiterung von Renditehebeln für Investoren wurde im Rahmen der weiter fortschreitenden Professionalisierung von Private-Equity-Strukturen während der 1990er Jahre der Grundstein für umfangreiche Due-Diligence-Prozesse (also Prüfungsprozesse) im Zuge von Übernahmen gelegt. Bis in die 1990er Jahre waren Prüfungsprozesse von Übernahmekandidaten weniger standardisiert und wurden häufig durch die General Partner selbst durchgeführt, was auch im Kontext einer guten Corporate Governance die Gefahr von Interessenkonflikten mit sich bringt. Systematische Prüfberichte wurden von finanzierenden Banken auch nur selektiv eingefordert. Unter externen Beratern gab es wenige auf Private Equity spezialisierte Teams. Die Prüfungsaufträge wurden von Generalisten übernommen. Unabhängige Prüfungen von externen, professionellen Dienstleistern, wie sie heute üblich sind, fanden nur eingeschränkt Anwendung. Für General Partner waren die Finanzberichte der potenziellen Investitionsunternehmen maßgebliche Anknüpfungspunkte für eine Risikobeurteilung. Externe Berater wurden vor allem in Form von Anwälten

[42] Achleitner et al. haben die Bedeutung von Wertschöpfungshebeln in PE-Transaktionen, unter Berücksichtigung von Verschuldungsgraden zwischen 1986 und 2010 untersucht

10.15772/ANDRASSY.2026.008

hinzugezogen. Wirtschaftsprüfer wurden eingeschränkt eingesetzt. Dies steht im Kontrast zu heutigen Prüfungen von Beteiligungen, die in der Regel entlang eines definierten Prüfungskataloges vorgenommen werden und neben einer detaillierten Inspektion der Bücher und Finanzberichte anhand interner Daten auch eine rechtliche und in den meisten Fällen auch eine kommerzielle Prüfung des Unternehmens und der Beteiligung vorsehen. Diese Prüfungen werden von unabhängigen Unternehmensberatern, Wirtschaftsprüfern und Rechtsexperten bzw. Anwälten ausgeführt. Finanzierende Banken verlangen in den meisten Fällen Zugang zu den Prüfungsberichten, um Fremdkapitalfinanzierungen abzusichern.

Im Kontext dieser Professionalisierung des Prüfungswesens wurden auch die Kriterien der Unternehmens- und Beteiligungsbewertung zunehmend standardisiert. Bewertungen anhand von Discounted Cashflow (DCF) und Multiplikatoren werden heute noch vornehmlich im Rahmen von Transaktionen angewendet, um den Unternehmenswert zu bestimmen. In diesem Kontext ist jedoch anzumerken, dass diese Standardisierung von finanziellen Bewertungsparametern nicht ausschließlich aus dem Private-Equity-Bereich, sondern vielmehr dem allgemeinen M&A-Umfeld angetrieben wurde und auch im Kontext von Private-Equity-Transaktionen Anwendung fand. Parallel entwickelte sich vor dem Hintergrund einiger großer Ausfälle von Investitionen ein professionalisiertes Berichtswesen, inkl. einer dauerhaften Kontrolle der Beteiligungsunternehmen entlang von standardisierten KPIs.

Abgesehen von der Professionalisierung des Beteiligungswesens sowie der Steuerung und Kontrolle innerhalb der Fonds entwickelte sich auch das Governancemodell von Private Equity weiter. Die Grundstrukturen, die noch heute bestehen, wurden weiter ausdefiniert und gefestigt. Dies umfasst insbesondere die Fondsarchitektur sowie Kompensationsstrukturen. Im Laufe der 1990er Jahre setzte sich das Limited-Partnership-Modell auch international[43], insbesondere für große Fonds, als führendes Governancemodell durch. Darüber hinaus festigte sich die Kompensationsstruktur in Gestalt einer jährlichen Verwaltungsgebühr für das

[43] Bis zu diesem Zeitpunkt wurde es vor allem im angloamerikanischen Raum angewendet

10.15772/ANDRASSY.2026.008

zugesagte und verwaltete Eigenkapital sowie eines variablen Anteils, der an die Erfüllung der Renditeziele gebunden ist[44] (Metrick & Yasuda, 2010).

Neben der strukturellen Professionalisierung im Prüf- und Berichtswesen der Fonds differenzierten sich die Anlagestrategien der Fonds stärker aus. Während die erste Expansionswelle der 1980er Jahre vor allem von LBO-Fonds getrieben wurde, entwickelten sich im Laufe der 1990er zunehmend Venture-Capital-, Mezzanine- und Turnaround-Investoren, die ihre Anlagestrategien zunehmend gegeneinander abgrenzten und ihre Fähigkeiten auch im Rahmen der Einwerbeprozesse von Eigenkapitalmitteln profiliert herausstellten. Die verstärkte Differenzierung in den Anlagestrategien, die es Turnaround- und Distressed-Debt-Investoren insbesondere auch glaubhaft ermöglichte, Anlegern eine Perspektive zu bieten, während ökonomischer Schocks Renditen zu generieren, führte zu einer erhöhten Diversifizierung unter Investoren sowie insgesamt zu einer erhöhten Resilienz der Fondslandschaft und eröffnete ein breiteres Spektrum an Investitionsszenarien, das sich auch in der Persistenz der Fondsrenditen widerspiegelte (vgl. Kaplan & Schoar, 2005). In der Folge stieg auch der Anteil dieser auf bestimmte Anlagestrategien fokussierten Investoren.

Im Kontext dieser Professionalisierung und Expansion der globalen Private-Equity-Industrie der 1990er Jahre wurde auch die Verzahnung mit den Kapitalmärkten gestärkt. Während in der Phase davor enge Kapitalmarktverbindungen hinsichtlich der Refinanzierung von Übernahmen und Aufnahme von Fremdkapitalmitteln bestanden, wurde im Laufe der 1990er die Bedeutung des Kapitalmarktes als Kanal für Unternehmensverkäufe durch IPOs[45] gesteigert. In der Hochphase der DotCom-Ära gegen Ende des 20. Jahrhunderts avancierten Börsengänge zu einem der wichtigsten Mechanismen für Verkaufsbestrebungen von Beteiligungsunternehmen (Loughran & Ritter, 2004).

[44] Im Englischen mit „Carried Interest“ referenziert, da kumulative Komponente

[45] Initial Public Offerings (dt: Börsengänge)

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Durch die gesteigerten Aktivitäten, insbesondere in Europa, kamen in den 1990er Jahren auch die ersten Diskussionen in der Öffentlichkeit über die kontroverse Rolle von Private Equity auf. Gewerkschaften forderten in diesem Zusammenhang bspw. mehr Transparenzpflichten für Investoren, da Beteiligungen an Unternehmen potenziell als Risiko für Arbeitsplatzabbau wahrgenommen wurden (Appelbaum & Batt, 2014). Auch die öffentliche Regulierung wurde erweitert. Die amerikanische Securities and Exchange Commission (SEC)[46] sowie das Department of Labor[47] forcierten eine engmaschigere Überwachung, insbesondere in Hinsicht auf kapitalmarktgebundene Berichtspflichten und Interessenkonflikte bei Beteiligungen (Gompers, Kaplan & Mukharlyamov, 2016).

2.4.2.2 Globale Expansion

Die fortlaufende Professionalisierung der gesamten Industrie bildete das Fundament für die globale Expansion des Geschäftsmodells von Private Equity Mitte der 1990er Jahre. Bis zu diesem Zeitpunkt waren die Geschäftsaktivitäten der Private-Equity-Branche nach wie vor zu großen Teilen in den USA gebündelt. Die ersten größeren Ausgründungen fanden vor allem in Großbritannien statt[48]. Ausgehend von London wurde das weitere Kontinentaleuropa – insbesondere Deutschland, Frankreich, Italien und Teile von Skandinavien – Mitte der 1990er zunehmend erschlossen. Außerhalb von Europa wurde die Expansion vornehmlich in Teilen von Asien vorangetrieben (Lerner & Hardymon, 2005; Wright et al., 1992).

Für die erfolgreiche Skalierung des Private-Equity-Investitionsmodells in Kontinentaleuropa waren mehrere Faktoren ausschlaggebend. Auf der makroökonomischen Ebene führte die effektive Vollendung des europäischen Binnenmarktes 1993 zu einer schlagartigen Erweiterung der Absatzmärkte und Wachstumsaussichten für exportorientierte Unternehmen. Diese waren zur

[46] Die US-amerikanische Börsenaufsicht

[47] US-amerikanischs Arbeitsministerium

[48] Großbritannien hatte bereits vor anderen Kontinentaleuropäischen Ländern die Regulierung der Finanzmärkte liberalisiert und stellte daher für Private Equity Investoren ein primäres Betätigungsfeld in Europa dar

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Realisierung ihrer Expansionsmöglichkeiten auf zusätzliches, externes Kapital angewiesen, das Private-Equity-Investoren als Finanzintermediäre zur Verfügung stellen konnten. Für General Partner ergab sich darauf aufbauend eine größere Anzahl von Beteiligungsmöglichkeiten und Wachstumsperspektiven für Beteiligungsunternehmen in Europa. Darüber hinaus wurde in den 1990er in mehreren großen Staaten Europas (bspw. Deutschland, Großbritannien und Italien) eine Vielzahl ehemals staatlicher Unternehmen privatisiert. Diese Privatisierungswelle ermöglichte Private-Equity-Investoren, neue und größere Beteiligungen zu platzieren. Die ehemals staatlichen Unternehmen boten aus der Sicht von Investoren mehrere Vorteile: Sie operierten häufig in Bereichen der fundamentalen Daseinsvorsorge wie bspw. Energie, Infrastruktur und Telekommunikationsdienstleitungen. Aufgrund ihrer Positionierung als Staatsunternehmen waren sie in vielen Fällen Monopolisten oder hatten quasi-monopolistische Wettbewerbsvorteile (bspw. Besitz des Strom- oder Telefonnetzes). Die Gefahren durch Wettbewerber waren für diese Unternehmen daher reduziert.

Parallel entwickelten sich auch in Kontinentaleuropa die ersten Interessenverbände der Private-Equity-Industrie wie bspw. die ‚European Private Equity and Venture Capital Association' (EVCA). Diese Entwicklung war ein Ausdruck der fortschreitenden Legitimierung und Institutionalisierung der Industrie in Europa. Die EVCA wurde initial bereits in den 1980er Jahren gegründet, baute ihre Aktivitäten während der 1990er jedoch stark aus und stellte eine Verankerung der Interessen von Investoren in öffentlichen Regulierungs- und Gesetzgebungsverfahren dar. Der stärkere Fokus der Private-Equity-Industrie auf Kontinentaleuropa sowie die Effekte aus der Konsolidierung des Binnenmarktes spiegelten sich auch in der Höhe der verwalteten Anlagegelder wider. Zwischen 1990 und 1999 stieg das in Private Equity investierte Eigenkapital in Europa von 10 Mrd. USD auf über 100 Mrd. USD (Preqin, 2009a).

2.4.2.3 DotCom-Ära

Die Skalierung erfolgte insbesondere gegen Ende der 1990er Jahre im Kontext der DotCom-Ära. Diese beinhaltete einen starken Anstieg der IT-fokussierten Investitionen in westlichen und entwickelten Ländern, über alle Investorenklassen hinweg. Während die Expansion der Private-Equity-Industrie in den 1980er Jahren vornehmlich durch LBO-Investoren getrieben wurde, starteten in der DotCom-Ära der 1990er primär Venture-Capital-Investoren Investitionsrunden für innovative Unternehmen. In diesem

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Zusammenhang stieg das jährlich eingeworbene Eigenkapital von Venture-Capital-Investoren weltweit von 3 Mrd. USD im Jahr 1990 auf über 55 Mrd. USD im Jahr 1999 (OECD, 2001). Venture Capital machte gemessen am gesamten investierten Private-Equity-Kapital Ende der 1990er bereits 25 % aus[49] (Gompers & Lerner, 2001).

Steigende Investitionen kollidierten jedoch mit einer limitierten Anzahl von Investitionsmöglichkeiten. Investoren suchten aufgrund des Anlagedrucks aus zugesagten Eigenkapitalmitteln beständig nach investitionsfähigen Unternehmen – die allerdings nicht in ausreichender Zahl zur Verfügung standen – und waren in der Folge bereit, hohe Bewertungen zu akzeptieren. Es kam daraufhin zu einer massiven Entkoppelung des intrinsischen Wertes der Unternehmen von den Bewertungen, die im Rahmen von Übernahmen durch Investoren, aber auch am Kapitalmarkt gezahlt wurden. Es wurde eingehend darüber diskutiert, ob traditionelle Bewertungsparameter wie bspw. die DCF[50]-Methode noch anwendbar auf die neuen Geschäftsmodelle seien. Eine detaillierte Analyse der Ursachen und Treiber hinter der DotCom-Ära und dem starken Anstieg der Bewertungen wird in Kapitel 2.2.2 vorgenommen.

Die starke Entkoppelung, die eine Blasenbildung am Kapitalmarkt mit sich brachte, resultierte in der Folge in einem Zusammenbruch der Bewertungen. Der Zeitpunkt, zu dem der Kollaps des Neuen Marktes begann, wird auf März 2000 datiert. Zwischen März 2000 und Oktober 2002 verlor bspw. der NASDAQ Composite Index, unter dem noch heute viele Technologiewerte an den US-Kapitalmärkten zusammengefasst werden, knapp 78 % seines Werts. Europa und insbesondere Deutschland waren noch stärker betroffen. Digitale Geschäftsmodelle setzten sich in Deutschland später durch als in den USA; die Skepsis gegenüber ihnen war in der Bevölkerung noch stark vertreten. Als sich die technologiegetriebenen Geschäftsmodelle durchsetzen, kam es analog zu den USA zu einer Blasenbildung mit stark überhöhten Bewertungen. Die Grundskepsis in der Bevölkerung und unter Investoren wich zunächst einer großen

[49] Es gilt in diesem Zusammenhang zu berücksichtigen, dass 1999 den Hochpunkt der DotCom-bezogenen Investitionen ausmacht und daher die Menge an Venture Capital-bezogenen Investitionen inflationär gestiegen war. In den Folgejahren sank der Anteil von Venture Capital am Gesamtvolumen wieder. Der geringere Anteil am Gesamtvolumen ist auch damit zu erklären, dass Venture Capital, anders als bspw. LBO-Fonds, in den allermeisten Fällen keine Fremdkapitalmittel einsetzt und auf wesentlich frühere und kleinere Beteiligungen fokussiert ist

[50] Discounted Cashflow = Abgezinste Zahlungsstrom / Kapitalfluss Methode

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Euphorie. Im Zuge des Zusammenbruchs des Marktsegments verlor der korrespondierende deutsche Börsenindex ‚Neuer Markt' zwischen März 2000 und Oktober 2002 ca. 95 % seines Wertes (Deutsche Börse AG, 2003). Hierauf brachen auch für Private-Equity-Investoren, die IPOs und Kapitalmärkte als zentralen Kanal für Exits ihrer Beteiligungen benutzt hatten, die Kapitalrückflüsse ein, was zu Negativrenditen bei vielen Fonds führte (Phalippou & Gottschalg, 2009).

Der starke Einbruch des Kapitalmarkes, in Kombination mit den negativen Renditen von Private-Equity-Investoren, sowie die Reichweite der Auswirkungen sowohl in den USA als auch in europäischen Märkten erfüllen die definitorischen Bedingungen eines globalen ökonomischen Schocks. Dieser wird im weiteren Verlauf der Dissertation aus der Perspektive der Private-Equity-Investoren näher analysiert.

Während die 1980er Jahre noch stark von Buyout-Investoren dominiert waren, gewannen Ende der 1990er Venture-Capital-Investoren massiv an Bedeutung. Die starke Expansion wurde neben den oben beschriebenen Deregulierungen in den Kapitalmärkten auch durch ein Niedrigzinsumfeld (Greenspan, 2002) sowie massive Innovationsfortschritte (bspw. im Bereich des Internets) getrieben, was zu außergewöhnlichen Wachstumsaussichten für neue Geschäftsmodelle führte (Brynjolfsson & Kahin, 2000).

Trotz der gravierenden Rückschläge am Kapitalmarkt in Form von Bewertungsrückständen, Insolvenzen von New-Economy-Unternehmen sowie Kreditausfällen von Banken schreiben einige Marktbeobachter der New Economy eine entscheidende Katalysatorwirkung hinsichtlich der weiteren Expansion von Private Equity und Venture Capital zu. Denn insbesondere die Bekanntheit und Bedeutung von Venture-Capital-Investoren für die schnelle Skalierung neuer Geschäftsmodelle und deren Finanzierung prägten sich in das Gedächtnis der Öffentlichkeit ein, und die Akzeptanz wurde trotz der Rückschläge weiter gefestigt (vgl. Metrick & Yasuda, 2010).

10.15772/ANDRASSY.2026.008

2.4.3 Erneuter Aufschwung und Hochphase (2002–2007)

Die Ausgangslage der Private-Equity-Industrie im Jahr 2002 war für Investoren in mehrerlei Hinsicht herausfordernd. Führende Börsenindizes hatten im Kontext des Zusammenbruchs und Wertverlusten des New-Economy-Segments stark an Wert verloren; gleichzeitig führte der Konkurs vieler Unternehmen aus der New Economy zu einer Reduktion des Anlegervertrauens (vgl. DeLong & Magin, 2006). Auch Private-Equity-Investoren, die stark in den Neuen Markt investiert hatten, mussten Verluste und teilweise negative Gesamtrenditen verarbeiten. Finanzierende Banken, die Refinanzierungen von New-Economy-Unternehmen lange mit hohen Verschuldungsgraden gestützt hatten, mussten infolge von Insolvenzen hohe Abschreibungen vornehmen (Harris, Jenkinson & Kaplan, 2014). In der Summe lässt sich feststellen, dass die Situation für Private-Equity-Investoren vor dem Hintergrund des erschwerten Zugangs zu zugesagtem Eigenkapital und Fremdkapitalmitteln sowie reduzierter Bewertungen von Beteiligungsunternehmen Anfang der 2000er Jahre schwierig war.

Trotz der Herausforderungen in der Finanzindustrie entwickelte sich das makroökonomische Umfeld aus Investorensicht vorteilhaft. Im Kontext der Abwertungen der Kapitalmärkte und negativer Spillover-Effekte[51] für die Realwirtschaft senkten große Zentralbanken in den USA und Europa in der Folge die Leitzinsen. Die FED[52] in den USA setzte bspw. die Leitzinsen von 6.5 % im Jahr 2000 auf 1 % im Jahr 2003 herab (Greenspan, 2004a). Zusätzlich zu günstigen Finanzierungskonditionen wurde die Liquidität im globalen Finanzsystem stark erhöht, was den Zugang von Investoren trotz der vorangegangenen Verluste im Rahmen des DotCom-Booms wieder vereinfachte. Private-Equity-Investoren waren somit wieder vermehrt in der Lage, Übernahmen unter günstigen Fremdkapitalkonditionen zu refinanzieren und Verluste aus Geschäften während der Phase des Neuen Marktes auszugleichen, da im Rahmen der gesteigerten Transaktionsaktivität auch die Bewertungen von Beteiligungsunternehmen stiegen. Neben einer deutlichen Ausweitung des

[51] Spillover-Effekte umfassen vereinfacht gesagt Handlungen eines Akteurs die negative Folgen für einen anderen Akteur haben – In diesem Beispiel ging das Platzen der DotCom Blase mit erschwerten Zugang zu Finanzierung für Unternehmen der Realwirtschaft einher

[52] Federal Reserve System (FED): Zentralbank der USA, welche die Geld- und Währungspolitik verantwortet

10.15772/ANDRASSY.2026.008

vorhandenen Kapitals wurden die Expansionsmöglichkeiten von Investoren weltweit durch Finanzinnovationen weiter forciert. Ab 2003/04 verbreiteten sich vermehrt neue Collateralized Loan Obligations (CLOs) in den Kapitalmärkten. Diese erlaubten die Konvertierung von Unternehmenskrediten in handelbare Wertpapiere. Private-Equity-Investoren und finanzierende Banken konnten dadurch Kredite, die bislang vor allem direkt zwischen Bank und Investor vergeben wurden, in marktfähige Finanzinstrumente umwandeln (Shivdasani, Wang, 2011). So wurde der Kreis potenzieller Finanzierer deutlich vergrößert und der Zugang zu Fremdkapital für Finanzierungen von Übernahmen von Investoren vereinfacht.

CLOs sind eine Unterkategorie der Collateralized Debt Obligations (CDOs), zu denen auch Collateralized Bond Obligations (CBOs) zählen. CDOs hatten einen entscheidenden Anteil am Entstehen der globalen Finanzkrise von 2008/2009, da sie die Bündelung von risikoreichen Immobilienhypothekenkrediten in einem komplexen Finanzkonstrukt mit weitreichenden Spillover-Effekten ermöglichten (Coval, Jurek & Stafford, 2009).

Neben dieser Ausweitung im Zugang zu Fremdkapital war die Verfügbarkeit von Eigenkapital stark erhöht. Analog zur ersten Boomphase in den 1980er Jahren, die durch die erhöhte Bereitstellung von Eigenkapitalmitteln durch Pensionsfonds stimuliert wurde, waren es erneut große Pensionsfonds in den USA (bspw. CalPERS[53], CalSTRS[54]), die den Private-Equity-Fonds substanzielle Mengen an Eigenkapital zur Verfügung stellten, in der Erwartung, Renditen oberhalb des Marktdurchschnitts erzielen zu können. Im Kontrast zum ersten großen Private-Equity-Boom in den 1980ern wurde diese Welle jedoch auch von privaten Stiftungen angetrieben.

[53] California Public Employees' Retirement System, der größte öffentliche Pensionsfonds der USA

[54] California State Teachers' Retirement System, der größte Pensionsfonds der Welt, für US-amerikanisches Lehrpersonal

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Im erheblichen Maße beteiligten sich US-amerikanische Universitätsstiftungen, u. a. Harvard[55] und Yale[56] (Lerner et al., 2007).

Die substanzielle Ausweitung der Eigenkapitalallokation durch institutionelle Investoren wurde durch mehrere Faktoren bedingt. Institutionelle Anleger hatten überdurchschnittliche Erwartungen an die Rendite von Investitionen in die Private-Equity-Industrie. Die Performance und Konsistenz in der Rendite unterschieden sich jedoch stark zwischen Investoren. Überdurchschnittliche Renditen über einen langen Zeitraum konzentrierten sich insbesondere bei großen Fonds mit langjähriger Erfahrung (wie bspw. KKR, Blackstone, Carlyle, CVC). Darüber hinaus präferierten institutionelle Anleger die Private-Equity-Anlageklasse als eine weitere Möglichkeit zur Risikostreuung ihrer Investitionen und Diversifikation. Aufseiten der Fonds wurde ferner das Fundraising weiter ausgebaut und professionalisiert, was zu einer erhöhten Kapitaleinnahme an zugesagtem Eigenkapital führte (vgl. Metrick & Yasuda, 2010).

Gleichzeitig weiteten Private-Equity-Investoren in diesem Zeitraum ihr Geschäftsmodell auf zusätzliche, angrenzende Industrietypen aus. Während seit Beginn der ersten großen Private-Equity-Welle Mitte der 1980er Jahre vor allem Unternehmen im Blickpunkt für Beteiligungen standen, weiteten Investoren den Fokus nun auch zunehmend auf Immobilien und Infrastrukturprojekte wie bspw. Brücken, Mautstraßen oder Telekommunikationsnetze aus (vgl. Preqin, 2009b). Dies vergrößerte das Betätigungsfeld der Investoren, erhöhte aber auch den damit verbundenen Kapitalbedarf sowie die Diversifikation. In der Folge wurde ein größeres Feld von institutionellen Investoren für Private Equity erschlossen, da die neu etablierten Investitionskategorien eine niedrigere Volatilität hatten.

[55] Der Harvard Fonds (Harvard Endowment) verwaltet das Stiftungsvermögen der Harvard Universität, Massachusetts, USA, und investiert in dieser Funktion das Anlagekapital über eine Reihe von Anlageklassen, inkl. Private Equity

[56] Der Yale Fonds (Yale Endowment Fund) verwaltet das Stiftungsvermögen der Yale Universität, New Haven Connecticut, USA und investiert in dieser Funktion das Anlagekapital über eine Reihe von Anlageklassen, inkl. Private Equity

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Das verwaltete Anlagekapital in der globalen Private-Equity-Industrie wuchs zwischen 2001 und 2007 relativ betrachtet[57] stärker als in anderen, vergleichbaren Anlageklassen (wie bspw. festverzinslichen Wertpapieren oder Immobilien) und erhöhte sich von 580 Mrd. USD im Jahr 2001 auf über 2,2 Billionen USD im Jahr 2007 (Preqin, 2009a).

Der erhöhte Zufluss von zugesagten Eigenkapitalmitteln Anfang bis Mitte der 2000er Jahre führte auch zu höherer Wettbewerbsintensität unter den Fonds. Da die Anzahl der im Rahmen von regulär geführten Verkaufsprozessen zur Verfügung stehenden Unternehmen nahezu konstant blieb, den Fonds jedoch immer höhere Eigenkapitalmittel zugeführt wurden, für die sie eine Verzinsung anhand einer Investition suchten, waren Investoren bereit, höhere Bewertungen bei Übernahmen zu zahlen sowie höhere Verschuldungsgrade für größere Investitionen zu akzeptieren (vgl. Axelson et al., 2013).

Die Dynamiken in der Private-Equity-Industrie im Zeitraum 2000 bis 2007 kontrastierten stark im zeitlichen Verlauf. Anfangs der 2000er Jahre lagen die Bewertungen, die Investoren zu zahlen bereit waren, infolge der DotCom-Ära deutlich unter den Höchstständen zum Ende der 1990er (Ljungqvist & Wilhelm, 2003). Eine Analogie besteht bei den Verschuldungsgraden. Zu Beginn der 2000er waren diese im Rahmen von Übernahmen deutlich reduziert, da finanzierende Banken eine Limitierung von Risiken einforderten. Auch suchten Investoren Anfang der 2000er vermehrt kleinere Übernahmeziele, um ein Klumpenrisiko zu vermeiden bzw. zu reduzieren.

Im Kontext des Erstarkens der Private-Equity-Industrie in den Jahren ab 2003/2004 wurden diese Entwicklungen zu großen Teilen revidiert. Investoren zahlten, gemessen an den Multiplikatoren, relative Bewertungen, die an die Höhepunkte der 1980er und 1990er Jahre heranreichten. Die Verschuldungsgrade wurden systematisch erhöht, auch um die steigenden Bewertungen durch eine gesteigerte Rendite aus dem Leverage-Effekt zu kompensieren. Die Verschuldungsgrade erreichten mit 6–7 x EBITDA (Kaplan & Strömberg, 2009) teilweise wieder die Höchststände der 1980er

[57] Gemessen anhand der Wachstumsrate pro Jahr, in %

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Jahre (Axelson et al., 2013). Ein markantes Merkmal der Periode bestand in der Häufung von großen Firmenübernahmen durch Private-Equity-Investoren. Diese Übernahmen konzentrierten sich insbesondere auf die Jahre 2006 und 2007 und umfassten u. a. die Energy Future Holdings (TXU Cooperation[58]), die 2007 von den Investoren KKR und Texas Pacific Group für insgesamt 45 Mrd. USD übernommen wurde[59], sowie die Übernahme der Hospital Cooperation of America (HCA) 2006 durch KKR und Bain Capital für 33 Mrd. USD (Strömberg, 2008).

In diesem Zusammenhang ist zu betonen, dass neben der Bereitstellung großer Mengen von zugesagtem Eigenkapital derartige Übernahmen nur deshalb möglich waren, weil Fremdkapitalgeber (wie bspw. Banken) wieder analog zu den Boomphasen der 1980er und 1990er bereit waren, hohe Verschuldungsgrade bei Übernahmen zu akzeptieren. Für Investoren, allen voran KKR, die sehr aktiv im Bereich der Megaübernahmen waren, können diese Übernahmen auch als eine Art Kompensationsstrategie interpretiert werden. Da im Bereich der kleineren Übernahmemöglichkeiten die Konkurrenz zu groß war, wurden Unternehmensgrößen anvisiert, die andere Investoren schlicht aufgrund ihrer Größe nicht realisieren konnten. Dadurch ergab sich jedoch auch ein erhöhtes Klumpenrisiko für die beteiligten Investoren.

Eine bedeutsame Entwicklung in dieser Periode war auch das Aufholen der europäischen und asiatischen Private-Equity-Märkte gegenüber den USA. Global betrachtet dominierten die USA bei Weitem die Private-Equity-Aktivitäten bis Anfang der 2000er[60]. Ab 2003 wuchsen jedoch sowohl der europäische wie auch der asiatische Markt schneller als der amerikanische[61], sodass sich die internationale Marktlücke zunehmend reduzierte. Absolut betrachtet blieb der amerikanische Markt

[58] Unternehmensname von 1998 bis 2007

[59] Der Kaufpreis belief sich auf ca. 34 Mrd. USD sowie ca. 11 Mrd. USD an übernommenen Schulden

[60] Sowohl gemessen nach verwalteten Anlagekapital durch Investoren, als auch Transaktionsaktivität und investieren Kapital im Land

[61] Gemessen an der Menge des investierten Kapitals pro Jahr, Wachstumsrate in % pro Jahr

10.15772/ANDRASSY.2026.008

global führend. In Asien stieg die Gesamtmenge des investierten Kapitals von 10 Mrd. USD im Jahr 2000 auf mehr als 80 Mrd. USD im Jahr 2007 (Preqin, 2009a).

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass sich die Private-Equity-Industrie am Ende der betrachteten Periode in einer Hochphase befand. In der wissenschaftlichen Literatur werden die Jahre von 2003 bis 2007 als globale Blütezeit der Anlageklasse beschrieben.

2.4.4 Finanzkrise und die Folgen (2008–2014)

Mit dem Aufkommen der globalen Finanzkrise wurde eine der tiefgreifendsten Transformationen in der Geschichte der Industrie eingeleitet. Aufgrund der Länge und Tiefe der Erschütterungen der Weltfinanzkrise wird diese im Rahmen der vorliegenden Dissertation als zweiter ökonomischer Schock analysiert. In diesem Abschnitt werden primär die Entwicklungen und Implikationen der globalen Finanzkrise innerhalb der Private-Equity-Industrie beleuchtet. Eine Zusammenfassung sowie Analyse in Bezug auf den ökonomischen Schock als solchen findet in Abschnitt 2.2.2. statt.

Zusammenfassend lässt sich hierbei feststellen, dass aufgrund der Krise im Finanzsektor die Bereitstellung von Risikofinanzierungen und Krediten für schuldenfinanzierte Übernahmen (LBO-Transaktionen machten 2008 den volumengewichtet[62] mit Abstand größten Anteil der Übernahmen aus) faktisch zum Erliegen kam (vgl. Gorton & Metrick, 2012a). Zwischen 2007 und 2009 sank das Volumen der LBO-Kredite global um 80 % (Bain, 2010). Die Reduzierung von Fremdkapitalmitteln führte nicht nur zu einer starken Verringerung von neuen Übernahmen, sondern konfrontierte die stark verschuldeten Beteiligungsunternehmen, die einen kontinuierlichen Refinanzierungsbedarf hatten und substanzielle Zinslasten zu tragen hatten, auch mit fortlaufenden Liquiditätsschwierigkeiten (Gorton & Metrick, 2012b).

[62] Auf Basis des allokierten Kapitals

10.15772/ANDRASSY.2026.008

In der Folge modifizierten Banken ihre Risikokriterien bei der Vergabe von Krediten und forderten höhere Eigenkapitalquoten von Finanzinvestoren bei Übernahmen. Durch diese Entwicklung wurden für Investoren die Renditemöglichkeiten aus dem Financial Engineering und dem Leverage-Effekt deutlich eingeschränkt (Kaplan & Strömberg, 2009). Die Regulierungsbehörden injizierten zwar im Rahmen des Quantitative Easings[63] massive Liquidität in den Markt und reduzierten die Leitzinsen massiv, um die Finanzsysteme und angeschlossene Banken zu stützen (vgl. Bernanke, 2012). Private-Equity-Investoren konnten jedoch von diesen Maßnahmen nur eingeschränkt profitieren, da ihr Zugang zu Liquidität durch die Banken limitiert war, die als zentrale Finanzintermediäre als Gatekeeper fungierten. Die Nettorendite eines Großteils der LBO-Fonds war daher während der Finanzkrise negativ (Phalippou, 2010), analog zur Entwicklung im Nachgang der DotCom-Blase. Die Einwerbung von Eigenkapitalmitteln durch institutionelle Investoren brach in der Folge ebenfalls ein und reduzierte sich von 650 Mrd. USD im Jahr 2007 auf unter 250 Mrd. USD im Jahr 2009 (Preqin, 2011).

Aufgrund der Limitationen im Zugang zu Finanzierungen und den Möglichkeiten, Renditen über den Verschuldungseffekt zu generieren, fokussierten die verbleibenden Investoren insbesondere operative Wertsteigerungen in bestehenden Portfoliounternehmen als wesentlichen Werttreiber (Kaplan, Strömberg, 2009). Analog zu vorangegangenen Abschwungphasen wurden verstärkt Portfolioteams aufgebaut, die mit Beteiligungsunternehmen an operativen Verbesserungen arbeiteten. Darüber hinaus wurden Monitoring- und Controlling-Systeme entlang der Finanzberichterstattung für Investoren ausgebaut und professionalisiert, um eine engmaschigere Steuerung der Portfoliounternehmen zu gewährleisten. In den Jahren unmittelbar nach der Finanzkrise von 2008 nannten Private-Equity-Investoren größtenteils operative Wertsteigerungen als primären Renditehebel (Bain & Company, 2014). Auch in der wissenschaftlichen Literatur gibt es Hinweise darauf, dass der Aufbau operativer Fähigkeiten bzw. die zusätzliche Priorisierung operativer Werthebel

[63] Quantitative Easing umfasst die geldpolitischen Maßnahmen bei denen Zentralbanken festverzinsliche Wertpapiere, vornehmlich Staatsanleihen erwerben, um die Liquidität im Finanzsystem zu erhöhen und Zinsen zu senken. Dadurch kann es zu einer Stimulation der Kreditvergabe kommen

10.15772/ANDRASSY.2026.008

neben rein finanziellen Hebeln mit einer positiven Rendite verknüpft ist (vgl. Achleitner et al., 2011).

Die globale Finanzkrise von 2008/09 war maßgeblich durch überhöhte Verschuldungsgrade und Fremdfinanzierungen komplexer Finanzprodukte mit unzureichendem Risikomanagement verursacht worden (Brunnermeier, 2009). In der Folge wurden sowohl in den USA als auch in Europa die Regulierungsanforderungen für den gesamten Finanzsektor deutlich verstärkt und neue Gesetzgebungen aufgelegt, mit der Intention, in Zukunft solche schuldengetriebenen ökonomischen Krisen zu verhindern bzw. zumindest durch verbesserte Aufsicht und strikteres Risikomanagement die Auswirkungen zu limitieren. Obwohl die Private-Equity-Branche nicht im Zentrum der globalen Finanzkrise stand, wurde die Industrie durch die zusätzlich festgelegten Regulierungen in den Kernmärkten USA und Europa ebenfalls direkt betroffen.

In den USA wurde bspw. im Jahr 2010 der Dodd-Frank Act eingeführt. Dieser stellte in Bezug auf die Private-Equity-Industrie Investmentfonds unter systematischere Aufsicht der SEC und griff direkt in die Gebührenstruktur sowie das Konfliktmanagement der Investmentfonds ein. Darüber hinaus wurden die Offenlegungspflichten von General Partnern gegenüber Limited Partnern erhöht (Cumming & Johan, 2013).

In Europa verabschiedete die EU 2011 die Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD). Diese erhöhte, ähnlich wie der Dodd-Frank Act, die Transparenz- und Offenlegungspflichten, jedoch nicht nur gegenüber Limited Partnern, sondern auch gegenüber Aufsichtsbehörden. Ferner wurden Fondsmanager unter eine stärkere Aufsicht gestellt und Haftungsmöglichkeiten moderat ausgebaut (vgl. Moloney, 2014). Ebenfalls wurden Vorgaben bezüglich der Verschuldungsmöglichkeiten installiert, die in der Praxis jedoch nur wenig tatsächliche Veränderungen zur Folge hatten.

Aufgrund der anhaltenden Herausforderungen in der Fremdkapitalfinanzierung und dem Zugang zu Krediten sowie verschärfter regulatorischer Auflagen entwickelten sich die Sub-Anlagestrategien innerhalb von Private Equity im genannten Zeitraum

10.15772/ANDRASSY.2026.008

unterschiedlich. Eine analoge Entwicklung konnte bereits zu früheren Zeitpunkten in Abschwungphasen der Private-Equity-Industrie beobachtet werden.

LBO-Investoren waren während und nach der Finanzkrise fortlaufend mit Schwierigkeiten in der Fremdkapitalfinanzierung konfrontiert. Das kumulativ allokierte Kapital sowie die Anzahl der durch LBO-Investoren getätigten Investitionen blieben in dieser Zeit signifikant hinter den Höchstständen aus dem Jahr 2006 zurück (Preqin, 2011). Gleichzeitig entwickelten sich im IT-Sektor weltweit, aber insbesondere in den USA, neue Geschäftsmodelle und Technologien. Dies umfasste insbesondere soziale Netzwerke, Online-Plattformen und Sharing-Economy-Modelle (Brynjolfsson & McAfee, 2014). Der größte Teil dieser Geschäftsmodelle ging auf neue Unternehmen und Gründer zurück, die ihre Firmen ohne signifikantes Gründungskapital starteten, aufgrund des schnellen Erfolgs jedoch Finanzierungsbedarf hatten, um ihre Geschäftsaktivitäten skalieren zu können. Da traditionelle Banken diese Arten von Expansionen aufgrund der Frühphase des Unternehmensstatus und nicht belastbarer Geschäftsergebnisse in den meisten Fällen nicht finanzierten, ergab sich eine Bedarfslücke für Finanzierungen, die durch Venture-Capital-Investoren und in besonders frühen Phasen der Unternehmensgründungen durch Business Angels gefüllt wurde[64]. In der Folge wuchs diese Sub-Anlageklasse, gemessen am Anteil des kumulierten Kapitals, global deutlich schneller als LBO, obwohl LBO-Investitionen nach wie vor den Großteil des allokierten Eigenkapitals der gesamten Anlageklasse ausmachten. Zwischen 2010 und 2014 verdoppelten sich die weltweiten Investitionsvolumina von Venture-Capital-Investoren von knapp 25 Mrd. USD auf über 50 Mrd. USD jährlich (NVCA, 2015). Eine ähnliche Entwicklung, wenn auch in anderem Maßstab, hatte es bereits Ende der 1990er im Kontext der New Economy gegeben.

Im Kontrast zur vorherigen Phase der Entwicklung der Private-Equity-Industrie kam Anfang bis Mitte der 2010er Jahre eine neue Komponente hinzu: die Bedeutung von ESG-Standards. Letztere umfassen entlang ihrer Abkürzung die Dimensionen *Umwelt* (**E**nvironmental, d. h. Standards, die nachhaltiges Wirtschaften in Bezug auf Natur, Tiere und Umwelt definieren), *Soziales* (**S**ocial, d. h. Nachhaltigkeit in Bezug auf

[64] Eine nähere Beschreibung der Finanzierungslücke, welche sich für stark wachsende Unternehmen in Frühphasen ergeben kann, wird in der vorherigen Sektion für Venture Capital Investoren analysiert

10.15772/ANDRASSY.2026.008

eigene Mitarbeiter, potenziell eingebundene Arbeitskräfte entlang der Wertschöpfungskette und assoziierte Dienstleister) sowie *Geschäfts- und Unternehmenssteuerung* (**G**overnance) innerhalb der eigenen Organisation.

Die Nachhaltigkeit innerhalb der Wirtschaft und der Gesamtgesellschaft gewann Anfang der 2010er Jahre insbesondere in der westlichen Hemisphäre massiv an Bedeutung und strahlte in der Folge auch auf die Private-Equity-Industrie aus (vgl. Eccles et al., 2014). Im allgemeinen Kontext der globalen Finanzkrise von 2008/09 war die öffentliche Wahrnehmung in Bezug auf die Finanzindustrie, in der Private-Equity-Investoren unbestreitbar ein zentrales Element waren, kritisch eingestellt. Daher verpflichteten sich zwischen 2012 und 2014 mehrere große, internationale Private-Equity-Fonds, insbesondere hinsichtlich der Transparenz im Reporting – und darauf aufbauend einer verbesserten Governance – formellen ESG-Initiativen inkl. dahinterstehender Frameworks zum Reporting zu folgen[65] (PRI, 2017).

2.4.5 Boomphase vor COVID-19 (2015–2020)

In den Jahren vor der COVID-19-Pandemie setzte, im historischen Vergleich, eine Phase erhöhter Transaktionsaktivität im globalen Private-Equity-Markt ein. Während die Jahre 2010–2014 ein starkes relatives Wachstum[66] zeigten, lag dieses absolut betrachtet im historischen Rahmen (vgl. Preqin 2020, Pitchbook 2024a). Analog zu vorherigen Expansionsphasen der Industrie schufen die Zentralbanken in den führenden Private-Equity-Märkten Europa und USA mit beständig niedrigen Leitzinsen[67] (vgl. European Central Bank, 2015) die Möglichkeit für anhaltend günstige Refinanzierungen von Unternehmensübernahmen. Darüber hinaus wurde die Liquidität in den Kapitalmärkten im Rahmen des Quantitative Easings ausgeweitet. Private Equity zählte, ähnlich wie in der Aufschwungphase davor und trotz der Verluste während der globalen Finanzkrise von 2008, weiterhin zu den präferierten Anlageklassen von institutionellen Investoren, trotz der Illiquidität der Anteile (Kaplan

[65] Wichtig ist an dieser Stelle anzumerken, dass insbesondere im Zeitraum 2012-14 die Verpflichtung zu ESG-Frameworks und Reporting Standards mit wenigen tatsächlich negativen Konsequenzen für Private Equity Investoren verbunden war. Zu diesem Zeitpunkt existierte noch kein einheitlicher Standard in Hinsicht auf Reportings und Governance. Darüber hinaus waren Investoren frei in der Adaption eines für sie und ihrer Situation vorteilhaften Standards.

[66] Im Vergleich von Jahr zu Jahr

[67] Der Zeitraum wird gemeinhin auch als „Niedrigzinsphase“ im Markt wahrgenommen

10.15772/ANDRASSY.2026.008

& Strömberg, 2019). Ein substanzieller Teil der bereitgestellten Liquidität wurde von Private Equity absorbiert.

Niedrige Finanzierungskosten verbesserten die Rahmenbedingungen für Übernahmen von LBO-Investoren und erhöhten gleichzeitig die Attraktivität der Industrie gegenüber festverzinslichen Anlagen, da der Profit bei Letzteren im Kontext sinkender Leitzinsen ebenfalls zurückging. Institutionelle Investoren allokierten in der Folge aufgrund der besseren Profitaussichten vermehrt Kapital in Private Equity. Allgemein wird diese Dynamik als ‚search for yield', also Suche nach Verzinsung/Rendite bezeichnet (IMF, 2019).

Neben niedrigen Zinsen und hoher Liquidität, die den Fonds auch in Form von Eigenkapitalzuflüssen bereitgestellt wurde, lieferten ein anhaltend stabiles makroökonomisches Umfeld sowie eine ungebrochen hohe Risikobereitschaft von Investoren günstige Bedingungen für eine Expansion der Private-Equity-Industrie. So erhöhte sich das weltweit durch Private-Equity-Investoren verwaltete Kapital von 2,3 Billionen USD im Jahr 2014 auf über 4 Billionen USD im Jahr 2019 (Preqin, 2020). Die Anlageklasse wurde lange Zeit häufig als ‚alternatives Investment' geführt, auch im Hinblick auf die Attraktivität einer Beimischung in einem Portfolio aus Diversifikationsgründen. Mit über 4 Billionen USD an verwaltetem Kapital wird in der Literatur nun teilweise die Ansicht vertreten, dass sich Private Equity während des Zeitraums ab 2010 als fester Bestandteil der größten und wichtigsten Anlageklassen weltweit etabliert hat (vgl. Harris et al., 2018). Diese Veränderung in der Wahrnehmung von Private Equity als große und etablierte Anlageklasse für institutionelle Investoren führte in der Folge auch dazu, dass Staats- und Pensionsfonds die Beimischung in ihrem Portfolio erhöhten (ILPA, 2018). Die Bedeutung von Private Equity für institutionelle Investoren wandelte sich in diesem Zeitraum verstärkt von einem renditestarken Diversifikationswerkzeug hin zu einem Hauptbestandteil im Portfolio.

Ein neues Phänomen der Ära war das starke Anwachsen von Dry Powder[68] auf General-Partner-Seite. Im Jahr 2019 hatten Investoren von den 4 Billionen USD, die bereitgestellt worden waren, insgesamt 1,5 Billionen USD noch nicht investiert (Bain,

[68] Dry Powder beschreibt das von Limited Partner zugesagte, aber noch nicht investierte Eigenkapital

10.15772/ANDRASSY.2026.008

2020). Der substanzielle Aufbau von nicht investiertem Kapital kreiert einen Anlagedruck für General Partner. Das bereitgestellte Eigenkapital ist mit der regulären, hohen Renditeerwartung für Limited Partner verbunden (typischerweise 20 % p. a.). Wird das Kapital über einen längeren Zeitraum nicht investiert, müssen Investoren im verbleibenden Anlagezeitraum eine korrespondierend höhere Rendite erzielen, um die vorherige Zeit zu kompensieren. Ein derart hoher Anteil an nicht-investiertem Kapital impliziert Herausforderungen für die Investoren, fortlaufend geeignete Übernahmeziele zu identifizieren, die die erwartete Mindestrendite erreichen[69].

Im Kontext des starken Anstiegs von Eigenkapitalmitteln und der Herausforderung, neue Übernahmeziele im klassischen LBO-Segment zu finden, differenzierten große und etablierte Private-Equity-Gesellschaften wie KKR, Bain Capital und Blackstone ihr Geschäftsmodell – analog zum Anfang der 2000er Jahre, als verstärkt Real-Estate- und Infrastrukturinvestitionen erschlossen worden waren – und skalierten ihre Private-Equity-Erfahrungen in angrenzende Marktsegmente (Bain 2020). Diese umfassten bspw. Private Credit, Immobilien[70] sowie mit dem Erstarken des Venture-Capital-Segments das benachbarte Anlagesegment *Growth Equity*. Traditionell lassen sich Venture-Capital- und Growth-Equity-Investoren klassischerweise über die Entwicklungsphase der von ihnen finanzierten Unternehmen und damit einhergehend über die Größenordnungen der platzierten Investitionen unterscheiden. Im allgemeinen Erstarken von Venture Capital und vermehrten Growth-Equity-Investitionen durch Private-Equity-Investoren begann diese Differenzierung zunehmend zu verschwimmen (Lerner et al., 2018), da bspw. auch klassische VC-Investoren zunehmend Growth-Equity-artige Investitionen vornahmen.

[69] Investoren sind nicht mehr in der Lage, an ausreichend Investitionsmöglichkeiten zu partizipieren um ihre implizite Mindestrendite zu erreichen und investieren daher zugesagtes Eigenkapital nicht

[70] Immobilien waren im genannten Zeitraum nicht nur sehr attraktiv, da hohe Wertzuwächse in den Märkten verbucht wurden, sondern weil das grundsätzliche Geschäftsmodell, einen Realwert zu erwerben und die Finanzierung über einen substanziellen Anteil von Fremdkapital zu hebeln sehr ähnlich gestaltet ist, zwischen Unternehmensübernahmen und dem Erwerb von Immobilienwerten

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Analog zu vorherigen Aufschwungphasen konnten während der Boomphase ab 2015 – trotz der im Rahmen des Dodd-Frank Acts bzw. der europäischen AIFMD-Regelungen zur Limitierung der Verschuldung aufgestellten Rahmenbedingungen – erneut steigende Verschuldungsgrade festgestellt werden (S&P, 2019), wenn auch unter den historischen Höchstständen der 1980er bzw. 2000er Jahre. Eine potenziell sinkende Risiko- und Kreditdisziplin ließe sich im genannten Zeitraum auch anhand der Finanzierungsstrukturen ableiten. Im Jahr 2018 wurden bei ca. 80 % aller LBO-Fremdfinanzierungen priorisiert Covenant-lite-Strukturen[71] implementiert, die vergleichsweise weniger strenge Auflagen und Reporting-Pflichten für Kreditnehmer vorsehen (S&P Global, 2019).

In Bezug auf ESG-Standards und deren Verankerung in Fondsstrukturen stellt die Periode eine wesentliche transformatorische Episode dar. Vor 2015 verpflichteten sich bereits mehrere große Fonds sowie institutionelle Investoren zur Beteiligung an ESG-Regelwerken. Diese waren aber, wie bereits angedeutet, häufig wenig konkret bzw. konnten entweder beliebig ausgelegt oder nur in Bereichen angewendet werden, die wenig negative Konsequenzen für die Fonds und Investoren hatten. Die verstärkte Einbindung von ESG-Richtlinien geschah sowohl aufgrund der steigenden Aufmerksamkeit in der Öffentlichkeit als auch vor dem Hintergrund strikter werdender Richtlinien in der Kapitalallokation von großen, institutionellen Limited Partnern (PRI, 2017). Für Fonds, die die Mindeststandards nicht erfüllten, verengte sich der Adressatenkreis möglicher Limited Partner im Fundraising. Ab 2015 wurden die Forderungen großer, institutioneller Investoren und Kapitalgeber stärker, ESG-bezogene Bemühungen aufseiten der Fonds zu konkretisieren[72]. Erneut waren es vor allem große, international aktive Fonds, die eine ESG-basierte Steuerung zu einem Teil ihrer Due-Diligence-, Investitions- und auch De-Investmentprozesse machten. Auch innerhalb der operativen Portfoliosteuerung und der Wertschöpfungsarbeit

[71] Im Rahmen von Covenant-Lite Strukturen werden Kreditnehmern typischerweise höhere Verschuldungsgrade zugebilligt (häufig erfasst durch das Ratio Gesamtverschuldung / EBITDA), die Häufigkeit, zu der dieser Grad kontrolliert wird, sind auch weniger häufig als bei regulären Covenant Vereinbarungen

[72] Ein Ereignis mit hoher öffentlicher Wahrnehmung war ein Wallstreet Journal Interview mit dem Blackstone CEO Stephen Schwarzman im Januar 2020 in welchem er es zu einer Bedingung macht, dass Unternehmen in die Blackstone investiert, den Klimawandel anerkennen und adressieren (Wallstreet Journal, 2020)

10.15772/ANDRASSY.2026.008

wurden vermehrt verbindliche ESG-Standards festgelegt, auch wenn zu diesem Zeitpunkt noch kein branchenweiter Standard entlang aller ESG-Dimensionen existierte, was eine gewisse Unschärfe in der Vergleichbarkeit von ESG-Anstrengungen zwischen Fonds zur Folge hatte und daher eine gezielte Allokation von Eigenkapitalmitteln für institutionelle Investoren erschwerte.

Ende 2019 hatte die Private-Equity-Industrie eine Hochphase erreicht. Sowohl die Anzahl der Investitionen als auch allokiertes Kapital und Bewertungen für Beteiligungsunternehmen lagen nur knapp unter den historischen Höchstständen der 1980er und 1990er Jahre. Die Verschuldungsgrade waren höher als direkt nach der Finanzkrise, befanden sich aber noch deutlich unter den Rekordwerten der 1980er. Einen absoluten historischen Höchststand erreichte dagegen das Dry Powder. Die Boomphase endete im März 2020 mit dem Beginn der Corona-Pandemie.

2.4.6 COVID, Zinsanstiege und aktuelle Marktlage (2020–2024)

In diesem Abschnitt werden die Implikationen und Auswirkungen der COVID-19-Pandemie auf Private-Equity-Investoren sowie die anschließende Phase näher beleuchtet. Eine ausführliche Analyse des ökonomischen Schocks COVID-19 findet in Abschnitt 2.2.2. statt.

Die COVID-19-Pandemie stellte für institutionelle Investoren einen exogenen Schock dar. Dieser wird in der Literatur als eine der schwerwiegendsten ökonomischen Verwerfungen der letzten Jahrzehnte beschrieben (Roubini, 2020). Weltweit wurde kurzfristig ein starker Rückgang der Investitionen durch institutionelle Venture-Capital-Investoren beobachtet (Bellavitis et al., 2022). Im Vergleich zu vorherigen Schocks, wie der globalen Finanzkrise, war COVID-19 ein deutlich komplexeres und gravierenderes Ereignis. Die Finanzkrise war primär ein Kredit- und Liquiditätsschock im Finanzsektor; die Versorgung mit Fremdkapital und Finanzierungen kam zum Erliegen. COVID-19 hingegen betraf durch die globale Gesundheitskrise sowohl die Nachfrage- als auch die Angebotsseite. Die Literatur beschreibt in diesem Zusammenhang eine allgemein hohe Unsicherheit im Markt (vgl. Baker et al., 2020). Anfang 2020 hatten Marktbewertungen ein historisch hohes Niveau erreicht. Aufgrund unklarer Zukunftsaussichten waren Investoren kurzfristig nicht bereit, diese Bewertungen weiter zu bezahlen, wohingegen Verkäufer nach wie vor hohe

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Erwartungen hatten (Pitchbook 2020). Diese Differenz zwischen Käufer- und Verkäufererwartungen führte zu einem starken Rückgang der Transaktionsaktivität. Anders als bspw. in der globalen Finanzkrise war der Zugang zu Fremdkapital für die Refinanzierung von Übernahmen während COVID-19 weniger eine Herausforderung für Investoren. Aufgrund von staatlichen Interventionen in Form von Quantitative Easing blieb die Liquidität im Markt hoch und Banken waren bereit, Investoren genügend Fremdkapital zur Verfügung zu stellen (vgl. Davis & Zlate, 2023).

Der Rückgang währte nur kurz. Der Beginn kann basierend auf der Literatur und Transaktionsdaten auf ca. Mitte März 2020 datiert werden. Spätestens ab dem 4. Quartal 2020 erreichte die monatliche Transaktionsaktivität wieder das Level von Ende 2019. Im Vergleich zu vorherigen Marktphasen können zentrale Treiber der schnellen Erholung erneut im makroökonomischen Umfeld identifiziert werden. Neben einer Reduktion der allgemeinen Unsicherheit im Marktumfeld war eine weitere Absenkung der Leitzinsen in Kombination mit einer Erhöhung der Liquidität hauptverantwortlich. Investoren konnten über die höhere Liquidität im Markt höhere Mengen an zugesagten Eigenkapital einnehmen und durch die niedrigeren Leitzinsen Übernahmen günstiger refinanzieren. In der Folge stiegen sowohl die Transaktionsaktivität als auch die Mengen an eingeworbenen Eigenkapitalmitteln im Jahr 2021 auf absolute historische Höchststände (vgl. Pitchbook 2024a, Pitchbook 2024b).

Im Zuge des russisch-ukrainischen Konflikts ab Februar 2022 und dem Anstieg der Leitzinsen in führenden Private-Equity-Märkten kam der lange Wachstumstrend zu einem abrupten Ende, wie in Abbildung 2 nachvollzogen werden kann. Die Anzahl der durch PE-Investierende realisierten Transaktionen, das investierte Kapital sowie die Mengen an neu eingeworbenen Eigenkapitalmitteln reduzierten sich innerhalb weniger Monate (vgl. Krämer-Eis et al., 2023). Gleichzeitig erreichten die durch LP zugesagten, aber noch nicht investierten Finanzmittel einen neuen Höchstwert (vgl. Rode, 2024). General Partner hatten zwar nie zuvor dagewesene Mengen an Kapital bereitgestellt bekommen, investierten diese jedoch aufgrund der allgemeinen Unsicherheit im Markt nur zögerlich (vgl. Krämer-Eis et al., 2023). Verzögertes oder nicht investiertes Kapital führt für LP zu Opportunitätskosten, da zugesagte Renditen über einen kürzeren Zeitraum erzielt werden müssen, und hat damit potenziell eine verringerte Gesamtrendite zur Folge (vgl. Braun & Stoff, 2016).

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Neben einer gesteigerten Unsicherheit im Markt ab Frühjahr 2022 verursachte die Veränderung des Zinsumfelds in der zweiten Jahreshälfte 2022 eine Verringerung der Investitionsaktivitäten. In den PE-Kernmärkten USA und Europa stiegen innerhalb eines kurzen Zeitraums die Leitzinsen an (vgl. European Central Bank, 2025; U.S. Department of Treasury, 2024). Die EZB erhöhte den Leitzinssatz im Hauptrefinanzierungsgeschäft bspw. von 0,0 % im März 2022 bis auf 3,0 % im Februar 2023. Dieser Zinsanstieg führte umgehend zu einer reduzierten Verfügbarkeit von Fremdkapitalmitteln.

Finanzinvestierende waren daher bei Übernahmen gezwungen, Fremdkapitalmittel mit Eigenkapitalanteilen zu ersetzen (vgl. Pattyn, 2023), was eine Erhöhung der implizierten Profitabilitätsanforderung aufgrund höherer impliziter Verzinsung von Eigenkapital und Steigerung der Kapitalkosten nach sich zog. Diese gesteigerten Kapitalkosten spiegelten sich in reduzierten Bewertungen durch Investierende auf der Käuferseite wider. Verkaufende waren jedoch nicht bereit, diese Preisabschläge zu akzeptieren. Durch die entstehende Diskrepanz zwischen den geforderten Preisen (die häufig das alte Zinsniveau reflektierten) und der Preisbereitschaft von Investierenden vor dem Hintergrund der neuen, erhöhten Kapitalkosten kam es zu einer erheblichen Reduktion des Transaktionsaufkommens (vgl. Baumeister/Muelke, 2010, die diese Dynamik im Zusammenhang mit der globalen Finanzkrise von 2008/09 untersucht haben). Verstärkend kam hinzu, dass Finanzinvestierende bei Veräußerungen ihrer Investments in vielen Fällen an einen anderen Finanzinvestierenden verkaufen. Bei Übernahmen durch strategisch Investierende fällt der Effekt geringer aus, da Synergien gestiegene Kapitalkosten kompensieren können.

Seit Mitte 2023 hat sich das Marktumfeld stabilisiert. Verglichen mit den jeweiligen Vorjahreszeiträumen wurde bspw. in Europa im Jahr 2024 wieder ein moderater Anstieg der Transaktionsaktivität beobachtet, wenn auch weiterhin unter dem Niveau von 2021 (vgl. Pitchbook, 2024b). Das verfügbare Kapital für Investitionen befindet sich nach wie vor auf einem Rekordstand. Das Zinsumfeld bewegt sich, getrieben von mehrfachen Zinssenkungen führender Zentralbanken, in eine für Investierende vorteilhaftere Richtung.

10.15772/ANDRASSY.2026.008

2.4.7 Reflexion der historischen Entwicklung von Private Equity

Private Equity gehört heute zu den großen und renditestarken Anlageklassen für institutionelle Anleger weltweit und hat eine dynamische Entwicklung durchlaufen. Die Mitte der 1980er und der 2000er Jahre sowie der Zeitraum 2018–2021 können – gemessen an Bewertungen und Transaktionsaktivität – als historische Hochphasen bezeichnet werden. Die frühen 1990er, 2000er sowie die Jahre ab 2023 waren von einem Rückgang der globalen Anlagevolumina und Eigenkapitalmittel sowie eingeschränktem Zugang zu Fremdkapitalfinanzierung gekennzeichnet und können damit als Abschwungphasen in einem für Investoren herausfordernden Marktumfeld beschrieben werden.

Verglichen mit anderen Anlageklassen wie bspw. Aktien oder festverzinslichen Wertpapieren ist Private Equity jedoch eine relativ junge Anlageform, die ihre globale Bedeutung erst über die letzten 40 Jahre ausgebaut hat. Gegenüber anderen Anlageklassen lassen sich mehrere Besonderheiten feststellen: Die Entwicklung von Private Equity verlief über den Zeitraum seit 1980 stark zyklisch. Die Anlagevolumina und Renditen sind von markanten Auf- und Abschwungzyklen geprägt. Festzustellen ist hierbei, dass die Anlageklasse aufgrund der hohen Zyklizität in Kombination mit der Illiquidität der Anlagewerte sensibler gegenüber großen ökonomischen Schocks ist als bspw. festverzinsliche Wertpapiere, deren Zinsen vorab vereinbart werden und fixiert sind. Ein Teil der Fonds schaffte es, trotz massiver Rückschläge und größerer Kreditausfälle während Abschwungphasen und eines negativen Bildes der Industrie in der Öffentlichkeit über Jahrzehnte nachhaltige Renditen oberhalb des Marktes zu generieren und sich als zentrale Anlageoption für institutionelle Investoren weltweit zu positionieren. Für Letztere liegen die Stärken von Private Equity in einem Diversifikationseffekt, der die Anlageklasse auch in herausfordernden Zeiten attraktiv macht.

Darüber hinaus legen die marktzyklenübergreifenden Beobachtungen nahe, dass sich zentrale Treiber über Aufschwungphasen hinweg ähneln. Häufig waren niedrige Zinsen – kombiniert mit erhöhter Liquidität im Markt – kritische Katalysatoren, die in steigenden Eigenkapitalmitteln für General Partner resultierten und eine Expansion der Unternehmensbewertungen und Übernahmeaktivitäten forcierten. Diese makroökonomischen Dynamiken wurden lokal durch Marktreformen wie die

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Liberalisierung der Kapitalmärkte in den USA in den 1980ern oder die EU-Binnenmarktreform Anfang der 1990er strukturell verstärkt. Über Auf- und Abschwungphasen der Industrie lässt sich insgesamt Folgendes feststellen.

In den Boomphasen werden aufgrund von günstigem Fremdkapital, hohem Eigenkapital und höherer Wettbewerbsintensität unter den Investoren die Bewertungen systematisch erhöht. In der Literatur wurden Phasen dokumentiert, während derer eine Diskussion über die Entkoppelung der jeweils gezahlten Unternehmensbewertung und dem intrinsischen Wert der Anlage stattfand[73]. Darüber hinaus wird der Verschuldungsgrad von Investoren systematisch gesteigert, um höhere Bewertungen durch größere Zuflüsse aus dem Verschuldungseffekt zu kompensieren.

In einem folgenden, in einen Abschwung übergehenden Markt steigt insbesondere in zyklischen Industrien der Anteil der Unternehmen, die Schwierigkeiten haben, die Zinslast zu bedienen. Die Dynamiken der überhöhten Bewertungen und risikobehafteten Verschuldungsgrade lassen sich dabei für institutionelle Investoren und finanzierende Banken anhand transparenter Kennzahlen wie dem EBITDA-Multiple (für die Unternehmensbewertung) sowie dem Net-Debt/EBITDA-Multiplikator (für den Verschuldungsgrad) erfassen. Obwohl diese Transparenz einfach herzustellen ist und die entsprechenden Dynamiken hinlänglich bekannt sind, waren Private-Equity-Investoren, institutionelle Anleger und finanzierende Banken über alle Auf- und Abschwungzyklen der vergangenen Jahrzehnte nur eingeschränkt in der Lage, frühzeitig geeignete Gegenmaßnahmen zu entwickeln bzw. Risiken zu limitieren. Diese Diskrepanz wirft die Frage auf, warum zentrale Marktakteure trotz Erfahrungswerten aus der Vergangenheit keine Verhaltensänderung einleiten. Die vorliegende Dissertation soll einen Beitrag zur Erforschung des Anlageverhaltens von Private-Equity-Investoren leisten und insbesondere Überinvestitionen in vermeintlich sicheren Industriegruppen während Krisenzeiten analysieren.

[73] Dies bezieht sich u.a. auf die DotCom / New Economy Ära und wird in der entsprechenden Sektion näher beschrieben

10.15772/ANDRASSY.2026.008

2.5 Abschließende Betrachtung und Ableitung der Hypothesen

Im Rahmen der Dissertation werden Veränderungen in der globalen Private-Equity-Industrie sowie Anpassungen in der Anlagestrategie von institutionellen Investment-Managern während großer ökonomischer Schocks untersucht. Aufgrund der großen Bandbreite der damit assoziierten Fragestellungen werden im Folgenden konkrete Hypothesen hinsichtlich der zugrunde liegenden Forschungsfrage formuliert, die das inhaltliche Gerüst für die Auswertung entlang der Untersuchungsformate bilden. Dabei werden zwei Perspektiven unterschieden: zum einen eine makroökonomische Perspektive, die Veränderungen im Gesamtmarkt umfasst (hergeleitet aus Veränderungen der absoluten Investitionstätigkeit, absoluter Kapitalallokation und eingeworbener Eigenkapitalmittel); zum anderen eine Perspektive, die individuelle Anlageentscheidungen von Investoren während ökonomischer Schocks priorisiert (gemessen anhand der Reallokation von Kapital sowie Präferenzen für Unternehmensphasen und Industrien).

2.5.1 Markt- und segmentbezogene Hypothesen

Die bisherige Forschung zum Private-Equity-Bereich während ökonomischer Schocks hat sich stark auf die makroökonomische Perspektive fokussiert und anhand von aggregierten Indikatoren die Veränderungen in der Marktentwicklung analysiert (Cabral-Cardoso et al., 2016). Eine Vielzahl von Publikationen hat in diesem Zusammenhang einen Rückgang der Transaktionsaktivität während einzelner ökonomischer Schocks festgestellt (vgl. Cumming et al., 2005, für die DotCom-Krise; Bernstein et al., 2020, sowie Rizzi, 2009, und Mahieux, 2013, für die globale Finanzkrise; Haarmeyer, 2020, Brown & Rocha, 2020, sowie Sohl et al., 2020, für COVID-19). Darauf aufbauend wird folgende Hypothese abgeleitet:

> **H1:** *Während eines Schocks sinkt die Transaktionsaktivität; es wird weniger Kapital allokiert als im vorausgehenden Zeitraum.*

Uddin und Chowdhury (2021) haben gezeigt, dass während der COVID-19-Pandemie insgesamt höhere Eigenkapitalanteile in der Finanzierung verwendet werden mussten. Dies übt wiederum Druck auf die Bewertungen aus und hat entsprechend negative

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Implikationen für das Transaktionsvolumen und die durchschnittliche Größe der Transaktionen[74]. Daher werden folgende Hypothesen aufgestellt:

H2: *Die Bewertungen von Beteiligungsunternehmen sinken; die Bereitschaft von Investoren zur Kapitalallokation bei hohen Bewertungen von Übernahmeunternehmen nimmt ab.*

H3: *Die Möglichkeiten zur Einwerbung von Eigenkapitalmitteln verringern sich; die Volumina der eingeworbenen Eigenkapitalmittel gehen zurück.*

H4: *Der Zugang zu Fremdkapital ist erschwert; Banken verlangen höhere Zinsen aufgrund des gestiegenen Risikos und verringern die Menge der bereitgestellten Kredite.*

2.5.2 Investmentstrategiebezogene Hypothesen

Im Segment der investmentstrategiebezogenen Fragen werden priorisiert Kapitalreallokationen von Private-Equity-Fonds während wirtschaftlicher Schocks analysiert, die auf individuelle Entscheidungen innerhalb der Fonds sowie der verantwortlichen General Partner zurückgehen. Dies umfasst die Fragestellung, ob Investoren Kapital unverhältnismäßig in bestimmte Industriegruppen verschieben bzw. abziehen. Die Frage basiert auf dem Umstand, dass die Schwere von wirtschaftlichen Abschwüngen[75] und die Geschwindigkeit der Erholung während wirtschaftlicher Schocks zwischen Industriegruppen variieren (Jiang et al., 2021). Investoren, die darauf abzielen, Renditen zu maximieren, allokieren daher Kapital – soweit möglich – in Branchen, die weniger vom Abschwung betroffen sind, und reallokieren ihr bereits investiertes Kapital während eines Schocks so schnell wie möglich.

Sahli und Khemiri (2020) beobachteten während der globalen Finanzkrise Rückgänge bei Investitionen im Industriesektor, während Gompers, Kaplan und Mukharlyamov (2022) sowie Chen, Yang und Zhang (2021) während der COVID-19-Pandemie

[74] Niedrigere Bewertungen führen daher auch direkt zu kleineren durchschnittlichen Transaktionsgrößen

[75] Bzw. ökonomischer Schocks

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Präferenzen für Investitionen in den IT- und den Gesundheitssektor feststellen. Daher wird Hypothese 5 gebildet:

> **H5:** *Während wirtschaftlicher Schocks allokieren General Partner vermehrt Investitionen in vermeintlich eher krisensicheren Industriegruppen, wie bspw. Energie oder Gesundheitsausrüstung und -dienstleistungen.*

Malik et al. (2020) erklären, dass sich der Investitionsfokus von Private-Equity-Fonds während der COVID-19-Pandemie verstärkt auf Branchen mit robusten Geschäftsmodellen verlagert hat, während Haarmeyer (2020) schlussfolgert, dass Investoren während der Pandemie im Allgemeinen zyklische Sektoren gemieden haben. Dementsprechend wird Hypothese 6 wie folgt formuliert:

> **H6:** *Während eines wirtschaftlichen Schocks zeigen Investoren eine Präferenz für nicht-zyklische (d. h. defensive) Sektoren und präferieren diese gegenüber zyklischen Branchen.*[76]

Matthews et al. (2009) erläutern, dass Private-Equity-Investoren infolge der globalen Finanzkrise versuchten, die verringerte Verfügbarkeit von Fremdkapital und den erhöhten Wettbewerb um neue Transaktionen durch einen verstärkten Fokus auf operative Verbesserungen zu kompensieren. Daraus wird Hypothese 7 abgeleitet:

> **H7:** *Während eines ökonomischen Schocks intensivieren Private-Equity-Investoren ihr Engagement bei Portfoliounternehmen, beteiligen sich verstärkt an der Steuerung und streben vermehrte Wertschöpfung durch operative Arbeit an.*

[76] Die Unterscheidung von zyklischen bzw. defensiven Industriegruppen wird im Folgenden über den Vergleich der ß-Werte mit dem Gesamtdurchschnitt vorgenommen. Industriegruppen mit überdurchschnittlichen ß-Wert werden als zyklisch klassifiziert

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Eine konsolidierte Übersicht aller Hypothesen der Dissertation ist in Tabelle 2 enthalten.

#	Hypothese	Parameter	Referenz
1	Transaktionsaktivität sinkt	Anzahl Transaktionen, Investiertes Kapital	• Cumming et al (2005) • Bernstein et al (2020)
2	Bewertungen von Beteiligungsunternehmen sinken	EV-Bewertung (EV / EBITDA)	• Uddin & Chowdhury (2021) • Hege & Nuti (2011)
3	Einwerben von Eigenkapital wird schwerer	Menge an eingeworbenen EK p.a.	• Baumeister & Muelke (2010)
4	Zugang zu Fremdkapital ist limitiert	Anteil FK in Finanzierung	• Bernstein et al (2020) • Rizzi (2009)
5	Investitionen in krisensichereren Industriegruppen steigen	Anteil Transaktionen pro Industriegruppe	• Sahli und Khemiri (2020) • Gompers et al (2022)
6	Präferenz für nicht-zyklische (d. h. defensive) Sektoren	Anteil antizyklischer Industriegruppen	• Mailk (2020) • Haarmeyer (2020)
7	Vermehrte Wertschöpfung durch operative Arbeit	Organische EBITDA Steigerungen	• Matthews et al. (2009)

Tabelle 2: Konsolidierte Übersicht der Hypothesen[77]

[77] Eigene Darstellung

10.15772/ANDRASSY.2026.008

3 Untersuchungsdesign

3.1 Konzeptionelle Vorüberlegungen

3.1.1 Konzeption von Investitionsstrategien

Die Akquisitionsmotive von Private-Equity-Fondsmanagern sind für einige Branchen besser geeignet als für andere (Bernstein et al., 2017). Insbesondere LBO-Transaktionen erfordern stabile Cashflows, um laufende Zahlungspflichten zu erfüllen, die sich aus der Verschuldung ergeben, die diese Transaktionen typischerweise mit sich bringen (Bertoni et al., 2013). Cashflows und Muster der finanziellen Performance variieren zwischen den Branchen (Gombola und Ketz, 1983), was auf eine unterschiedliche Eignung für Private-Equity-Übernahmen hinweist. Darüber hinaus verfügen Private-Equity-Investoren über eine relativ feste Investitionsperiode, typischerweise drei bis fünf Jahre, und erzielen ihre Renditen hauptsächlich durch erhöhte Bewertungen (Brown & Rocha, 2020). Neben Leverage-Effekten und stabilen Cashflow-Beiträgen stellt das Arbitragieren von Bewertungsmultiplikatoren eine wesentliche Renditequelle in dieser Anlageklasse dar (Gompers et al., 2016). Fondsmanager streben an, Vermögenswerte bei Exits zu höheren multiplikatorbasierten Bewertungen – verglichen mit dem Bewertungsmultiplikator zum Zeitpunkt der Investition – zu verkaufen. Zyklische Branchen wie der Transport- und der Bergbausektor weisen insbesondere während wirtschaftlicher Schocks eine relativ hohe Bewertungsvolatilität auf (Ishak und Jiun, 2021). Dies stellt Investoren vor zwei unterschiedliche Herausforderungen: Zum einen kann ein beabsichtigter Exit mit einer Abschwungphase der Branche zusammenfallen, verbunden mit entsprechend niedrigeren Bewertungen; zum anderen kann der ursprüngliche Einstieg zu einem Hochpunkt im Bewertungskreislauf der Branche erfolgen. Private-Equity-Investoren bevorzugen häufig weniger zyklische Branchen, die stabile Cashflows und begrenzte Abwärtsrisiken bieten.

Unter diesen weniger zyklischen Sektoren haben Investoren in den letzten Jahren besonders den Gesundheitssektor sowie die Infrastruktur (einschließlich Mautstraßen und Telekommunikationsnetzen) ins Visier genommen. Im Gesundheitssektor sind die Erlöse aufgrund günstiger demografischer Grundlagen (O'Donnell et al., 2020) sowie der prävalenten Krankheiten, die tendenziell eine konstante oder wachsende Zahl

10.15772/ANDRASSY.2026.008

behandlungsbedürftiger Patienten hervorrufen, die recht genau prognostiziert werden kann, stabil. Darüber hinaus wird die Preisgestaltung für Gesundheitsdienstleistungen häufig von öffentlichen Behörden reguliert, wodurch die Stabilität bei begrenztem Abwärtsrisiko gewährleistet wird. Die zunehmende Präferenz für Gesundheitsinvestitionen seitens Private-Equity-Investoren zeigt sich in Bewertungen, die vor allem während der Expansionsjahre 2012–2019 kontinuierlich gestiegen sind (Appelbaum und Batt, 2014).

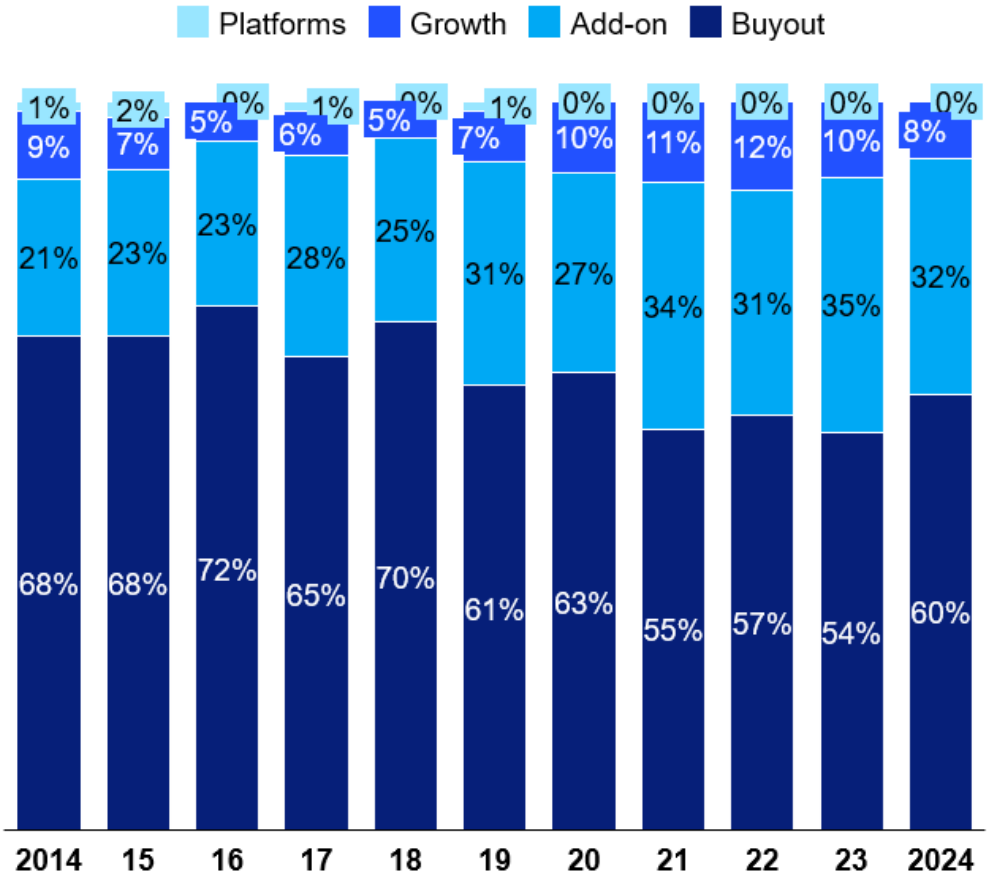

Abbildung 7: Global allokiertes PE-Kapital nach Art des Deals[78]

Größere Fonds mit längerer Historie erzielen im Durchschnitt höhere Renditen und haben eine größere Wahrscheinlichkeit, zusätzliche Mittel einzuwerben (Kaplan, Schoar, 2005). Burth und Reißig-Thust (2019) zeigen, dass Buyout-Fondsmanager ihre Strategien differenzieren müssen, um Fondsprofile zu entwickeln, die attraktive Finanzierungsbedingungen ermöglichen. Solche Spezialisierungen können auf

[78] *In % des allokierten Kapitals, 2014*-2024 (Quelle: Pitchbook 2024b)

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Zielbranchen, Transaktionstypen (Growth Equity, LBO oder Venture Capital) oder Transaktionsgrößen beruhen. Gompers und Lerner (2004) stellen fest, dass innerhalb von Venture-Capital-Fonds die Performance der Zielunternehmen je nach Branche variiert. Burth und Reißig-Thust (2019) analysieren die Performance von Übernahmen im Gesundheitssektor und konstatieren, dass diese im Durchschnitt höhere Renditen erzielen als Übernahmen in Branchen wie Konsumgüter, Telekommunikation, Medien & Technologie, Industrie sowie Immobilien. Eine Übersicht über die Verteilung von global allokierten Kapital entlang der Investitionsstrategien liefert Abb. 7.

3.1.2 Implikationen für die Auswahl von Industriegruppen

Die Akquisitionsmotive von Buyout-Investoren korrespondieren mit einigen Branchen mehr als mit anderen (Bernstein et al., 2017). Abgesehen von den zugrunde liegenden wirtschaftlichen Dynamiken eines Sektors und den Fähigkeiten eines Fonds, diese zu erfassen, dient die Branchenspezialisierung auch als Quelle von Wettbewerbsvorteilen. Cressy, Munari und Malipiero (2007) stellen fest, dass Private-Equity-Fonds mit Branchenspezialisierung eine Renditeprämie von 8,5 % für LPs gegenüber nicht spezialisierten Wettbewerbern aufweisen. Le Nadant et al. (2018) zeigen ähnliche Ergebnisse anhand von Daten zu französischen Private-Equity-Transaktionen und ergänzen, dass ein wesentlicher Treiber der überlegenen Leistung die Fähigkeit eines auf eine Branche spezialisierten Fondsmanagers ist, geeignete Übernahmekandidaten zu identifizieren, d. h. Unternehmen in Zielbranchen, die schlecht performt haben, aber erhebliches Potenzial für operative Verbesserungen aufweisen, die ohne Branchenkenntnisse nur schwer zu realisieren wären.

Diese Ergebnisse deuten auf zwei Voraussetzungen für sektorale Anpassungen von Private-Equity-Investitionen während wirtschaftlicher Schocks hin: Erstens sollten Fondsmanager mit Branchenerfahrung während wirtschaftlicher Schocks ihren Fokus nur dann von ihren ‚Heimatbranchen' abwenden, wenn erwartet wird, dass Veränderungen der zugrunde liegenden Sektordynamik eine negative Auswirkung auf die Renditen haben, die die Fähigkeit des Fonds übersteigt, unter normalen Bedingungen Profitabilitätsprämien zu erzielen (d. h. eine Auswirkung größer als 8 %). Zweitens befinden sich Private-Equity-Fondsmanager, die ihre sektorale Ausrichtung

10.15772/ANDRASSY.2026.008

auf Branchen außerhalb ihrer Spezialisierungsgebiete verlagern, im Wissensnachteil gegenüber jenen, die auf eine Branche spezialisiert sind, und sind daher im Bieterverfahren benachteiligt.

Wenn Private-Equity-Fondsmanager sich außerhalb ihrer branchenspezifischen Spezialisierungen auf die Suche nach Renditen begeben, können sie ihre Geschäftsmodelle auf andere Branchen übertragen. In den letzten Jahren haben sich einige Spezialisierungen in Nischensegmenten wie Rechenzentren, Agrarflächen und Studentenwohnheimen entwickelt, die bei vielen als ‚pandemiesicher' gelten (Marzuki und Newell, 2023). Bei einer sektoralen Neuallokation ist Schnelligkeit ein entscheidender Erfolgsfaktor. Private-Equity-Fonds, die rasch auf veränderte Marktbedingungen reagieren, verfügen über einen komparativen Vorteil und können sowohl Mittel schneller beschaffen als auch Kapital schneller an die Anteilseigner zurückführen (Ljungqvist und Richardson, 2020).

3.2 Untersuchungsmethodik

3.2.1 Auswahl der übergreifenden Methodik

Die Forschungsergebnisse dieser Dissertation wurden auf Basis eines Mixed-Methods-Ansatzes erarbeitet. Dies bedeutet, dass sowohl quantitative als auch qualitative Verfahren zur Anwendung gekommen sind und Implikationen an der Schnittstelle der mit verschiedenen Methoden gewonnenen Resultate abgeleitet wurden. Der gewählte Mixed-Methods-Ansatz erscheint vor dem Hintergrund der Problemstellung und Zielsetzung als geeignetste Vorgehensweise.

Inhaltlich verfolgt die Dissertation einen breiten Untersuchungsansatz im Bereich der Private-Equity-Industrie während ökonomischer Schocks. Anknüpfend an bisherige Forschung werden sowohl übergreifende, marktbezogene Parameter (wie die Bewertung von Beteiligungsunternehmen und die durchschnittliche Größe von Transaktionen) analysiert als auch Investor-individuelle Parameter (wie die Industriepräferenz, Aktivität entlang von Regionen und Reallokation von Kapital in Richtung antizyklischer Investitionen). Diese Kombination von quantitativen,

10.15772/ANDRASSY.2026.008

datengetriebenen Untersuchungsobjekten sowie sozio-individualpsychologischen Beweggründen macht eine Kombination von Methoden notwendig, da einzelne Verfahren (bspw. quantitative Datenauswertung bei den Beweggründen für Veränderungen in der Investitionsstrategie) an ihre Grenzen stoßen würden (vgl. Greene et al., 1989).

3.2.2 Operationalisierung der Methodik

Das Forschungsdesign basiert auf einem ‚Sequential Explanatory Mixed Methods'-Ansatz nach Creswell, Plano Clark (2018), bei dem quantitative und qualitative Methoden sequenziell kombiniert werden. Eine schematische Übersicht der operationalisierten Untersuchungsmethodik ist in Abb. 8 enthalten. Veränderungen in der Allokation von Kapital innerhalb von Industriegruppen können im Rahmen der statistischen Datenanalyse erfasst werden; die dahinterliegenden Beweggründe und Abwägungen sind jedoch über das gewählte Format der Auswertung von Transaktionsdaten nicht näher analysierbar. Hier liefern die qualitativen Experteninterviews die Möglichkeit zur Ergänzung der gewonnenen Erkenntnisse, um diese zu plausibilisieren und zu kontextualisieren. Die Kombination beider Methoden und Datenquellen erlaubt eine methodische Triangulation (vgl. Denzin, 1978), reduziert die Limitationen einzelner Verfahrensweisen und erhöht die Robustheit der Resultate (Creswell, Plano Clark, 2018). Das gewählte Forschungsdesign verstärkt damit die Ergebnisvalidität und erweitert deskriptive sowie anekdotische Erkenntnisse systematisch. Die Hinterlegung von Ergebnissen aus qualitativen Interviews mit statistischer Datenauswertung schließt die Lücke zwischen einzelnen, selektiven Eindrücken individueller Experten und der gesamten Marktperspektive. Dies erlaubt zudem eine verbesserte Selektion und Prüfung von Resultaten aus den qualitativen Experteninterviews. In der vorliegenden Dissertation wurde die Kombination von quantitativen und qualitativen Methoden zur Analyse von Investitionsentscheidungen und Marktreaktionen von Private-Equity-Investoren während ökonomischer Schocks mit einer vorgeschalteten systematischen Literaturanalyse (siehe Kapitel 4) verknüpft.

10.15772/ANDRASSY.2026.008

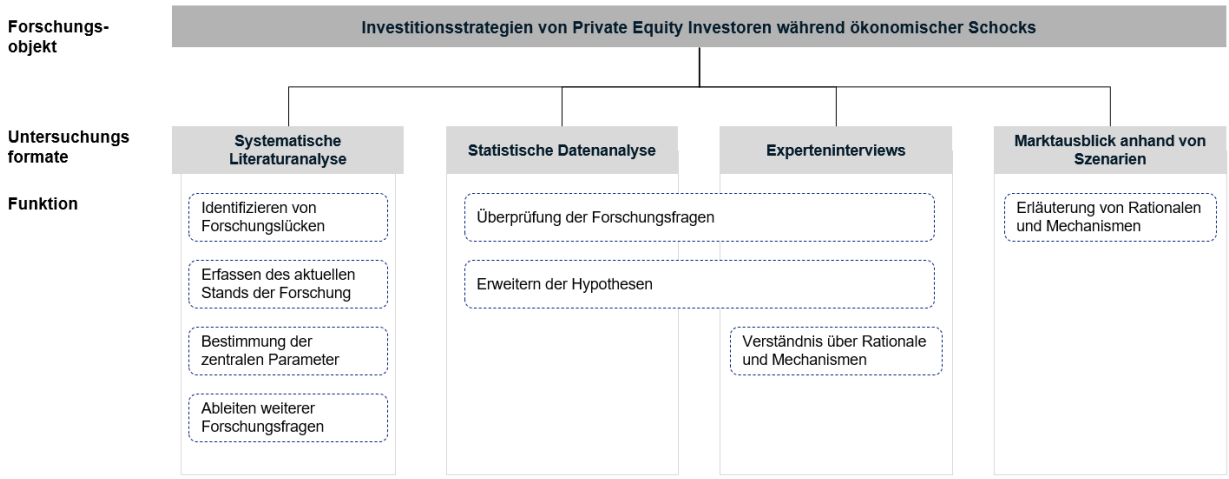

Abbildung 8: Methodikkonzept – Operationalisierung der Untersuchungsformate

Die systematische Literaturanalyse bietet in diesem Zusammenhang mehrere Vorteile für die Untersuchungsmethodik. Zunächst erlaubt sie in dem vielschichtigen Forschungsfeld die Bildung eines strukturierten Analyserasters, das alle relevanten Kategorien erfasst und dokumentiert (vgl. Webster & Watson, 2002). Dieses Raster dient in der anschließenden statistischen Datenauswertung als Basis für die Analysekriterien, die wissenschaftlich fundiert sind. Darüber hinaus schafft sie die Voraussetzungen für eine planvolle Auswertung des derzeitigen Forschungsstands entlang von heterogenen Themenfeldern. Dieser systematische Ansatz ermöglicht die Identifikation von derzeit bestehenden Forschungslücken sowohl auf inhaltlicher als auch methodischer Basis. Die quantitative Datenanalyse knüpft inhaltlich an die gebildeten Hypothesen aus dem Literaturteil an und untersucht diese anhand von realen Transaktionsdaten über große ökonomische Schocks und Regionen hinweg. Einer der großen Unterschiede zwischen der vorliegenden Untersuchung und vorangegangenen Forschungen besteht darin, dass Letztere häufig nur einen Schock oder eine Region betrachtet haben. Durch das Aufgreifen dieser Ergebnisse in der systematischen Literaturanalyse und die Kombination mit der statistischen Datenanalyse entsteht eine verbesserte Möglichkeit der Übertragbarkeit der Ergebnisse bzw. erhöhter externer Validität (vgl. Shadish, Cook & Campbell, 2002). Die anschließenden qualitativen Experteninterviews erlauben auf der einen Seite, die gesammelten Erkenntnisse und statistisch geprüften Hypothesen aus der Literatur sowie der quantitativen Datenauswertung mit Experten aus der Praxis zu validieren.

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Auf der anderen Seite ermöglicht der explorative Ansatz, weitere bislang nicht oder nur unzureichend in der Literatur beschriebene Aspekte aufzugreifen sowie neuen Themen, die aus der Erfahrung der Experten in der Praxis relevant sind, genügend Raum zu geben (Gioia, Corley & Hamilton, 2013).

Diese Arbeit schließt mit einem szenarienbasierten Ausblick auf die weitere Marktentwicklung von Private Equity, der auf Basis der wichtigsten im Rahmen der systematischen Literaturanalyse identifizierten makroökonomischen Parameter erstellt wurde. In der Summe erlaubt die Kombination der gewählten Methodiken eine strukturierte und übergreifende Validierung der derzeitigen Forschungsergebnisse und Hypothesen bezüglich der Marktentwicklung von Private Equity während Krisen sowie der Investitionsstrategien von General Partnern.

10.15772/ANDRASSY.2026.008

4 Systematische Literaturanalyse

4.1 Untersuchungsmethodik und Datengrundlage

Aufgrund des multidisziplinären Charakters von Private Equity und der möglichen Vielfalt an relevanten Forschungsgebieten eignet sich eine systematische Literaturanalyse (systematic literature review, SLR) zur besseren Erschließung des Feldes (Schwieterman et al., 2017).

Diese systematische Literaturanalyse ist eine eigenständige Analyse (im Gegensatz zu integrierten Literaturanalysen) nach Templier und Pare (2015). Der Aufbau orientiert sich an Popay et al. (2006) und gliedert sich anhand der Spezifizierung der Forschungsfrage, Auswahl der Suchkriterien, Extraktion der Daten und Synthese sowie Berichterstattung der Ergebnisse. Die Datenextraktion folgt einem zweifachen Ansatz. Zunächst wurde ein kondensiertes Set von relevanten wissenschaftlichen Veröffentlichungen aus zentralen Datenbanken gebildet. Dieses Set wurde durch eine gezielte Vorwärts-Rückwärts-Suche erweitert. Alle Prozesse folgen strukturierten und wissenschaftlich fundierten Vorgehensweisen und werden umfassend dokumentiert, wie von vom Brocke et al. (2015) gefordert.

Für das initiale Set wurden ausschließlich große und wissenschaftlich relevante Datenbanken ausgewählt. Der Sichtungsprozess erstreckte sich über mehrere Ebenen, um die Forschungsqualität zu gewährleisten. Die folgenden Datenbanken wurden ausgewertet: EBSCO, JSTOR, Emerald Insight, Springer Link und Science Direct (Elsevier). Hierbei handelt es sich um etablierte und verlässliche Datensammlungen, die regelmäßig für wissenschaftliche Untersuchungen herangezogen werden (Xiao & Watson, 2019; Soykan und Uzunboylu, 2015; Kaluyu & Ndiku, 2020; Schwieterman et al., 2017). Die Übersicht der Kriterien lässt sich in Abb. 10 nachvollziehen.

Innerhalb des Suchprozesses jeder Datenbank wurde ein einheitliches Set an Suchbegriffen verwendet. Mit Blick auf Private-Equity- und Venture-Capital-Anpassungen an ökonomische Schocks im Allgemeinen und COVID-19 im Speziellen wurde der Ansatz von Siksnelyte-Butkiene et al. (2021) gewählt. Hierbei werden verschiedene Begriffskombinationen von ‚Private Equity', ‚Venture Capital', ‚COVID-

10.15772/ANDRASSY.2026.008

19‘, sowie ‚Crisis‘ in der EBSCO-Datenbank getestet, um eine initiale Übersicht über geeignete Termini zu erhalten. Nach der Suche und Auswertung der verschiedenen Suchbegriffe wurden diese beurteilt und hinsichtlich ihrer Relevanz klassifiziert. Zusätzlich wurden potenzielle Suchbegriffe anhand erster Literaturergebnisse erfasst. Diese wurden individuell bewertet und exkludiert, wenn sie zu keinen relevanten Treffern innerhalb der Datenbanken führten (Ramey & Rao, 2011).

Im Weiteren wurden spezifische Kriterien für die praktische Auswertung festgelegt (Okoli, 2015). Innerhalb jeder Datenbank wurden die Ergebnisse auf englische und deutsche Veröffentlichungen beschränkt, um eine effizientere Auswertung zu forcieren (Popay et al., 2006). Zusätzlich wurden nur Ergebnisse innerhalb eines bestimmten Zeitrahmens berücksichtigt (Kitchenham, 2012), spezifisch Veröffentlichungen seit 1998. Dieser Zeitraum erlaubt die Erfassung von Veröffentlichungen zu drei großen ökonomischen Schocks: der DotCom-Blase (DeLong & Magin, 2006), der globalen Finanzkrise (McKibbin & Stoeckel, 2010) und der COVID-19-Pandemie (Roy, 2020). Das Ziel der Analyse bestand darin, einheitliche Anpassungsmaßnahmen von Private-Equity-Investoren während ökonomischer Schocks abzuleiten; daher war es notwendig, verschiedenartige Schockereignisse zu inkludieren.

Des Weiteren wurden ausschließlich Veröffentlichungen aus wissenschaftlichen Journals erfasst. Diese Filteroption ist/war jedoch nicht in allen Datenbanken vorhanden und wurde nur dann ausgewählt, wenn sie verfügbar war. Journals bieten mehrere Vorteile, z. B. aktuellere Veröffentlichungen als bspw. Bücher und andere Publikationen sowie einen stringenten Qualitätssicherungsprozess (Cronin et al., 2008).

10.15772/ANDRASSY.2026.008

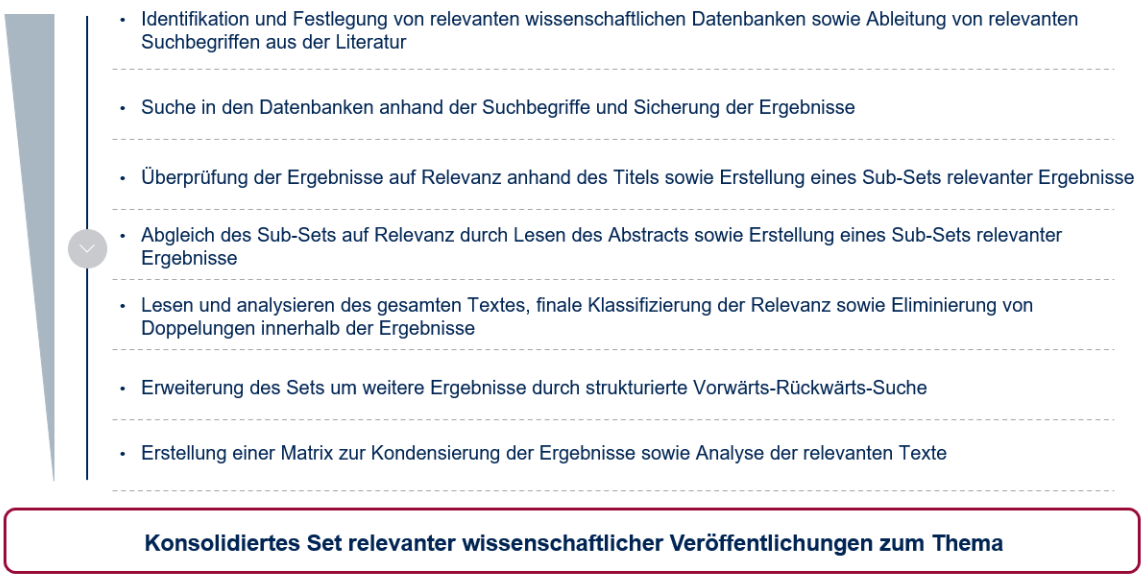

Abbildung 9: Ablaufkonzept der systematischen Literaturanalyse

Die Ergebnisse innerhalb der Datenbanken wurden zunächst nach Relevanz sortiert, wie zuvor bei Macek et al. (2020). Die Anordnung nach Relevanz ist in Datenbanken in den meisten Fällen die Standardsortierung (Bates et al., 2017) und erlaubt die schnelle Erfassung der wesentlichsten Items. Nach der Einstellung der Suchkriterien wurden zunächst die ersten 100 Resultate extrahiert, wie von Marcos-Pablos und Garcia-Penalvo (2018) empfohlen. Dieser Ansatz beschleunigt den Suchprozess und folgt der Logik, dass bei Suchergebnissen ein Relevanzgefälle besteht, insbesondere bei speziellen Nischenthemen wie Private Equity während ökonomischer Schocks. Die Auswertung wurde zweimal mit zeitlichem Versatz vorgenommen. Der erste Auswertungsdurchgang fand im April 2022 statt, der zweite im Dezember 2024. Die konsolidierte Übersicht des gesamten Ablaufkonzepts kann in Abb. 9 nachvollzogen werden.

Mit den genannten Kriterien konnten theoretisch 3000 Ergebnisse aus der Datenbankenrecherche erfasst werden. Die tatsächlichen Resultate lagen aufgrund der Datenverfügbarkeit beim ersten Durchgang bei 2786, da nicht alle Suchbegriffe zu 100 Treffern führten. In der zweiten Untersuchung wurden noch einmal 2812 Veröffentlichungen erfasst, wobei es aufgrund des identischen Vorgehens wie beim ersten Durchlauf zu Duplikaten von Items aus der ersten Auswertung kam, die vollständig bereinigt wurden. Alle Ergebnisse wurden konsolidiert und gesichert, im Sinne der rigorosen Dokumentation innerhalb einer systematischen Literaturanalyse

10.15772/ANDRASSY.2026.008

(vom Brocke et al., 2015). Zunächst wurden bibliografische Informationen extrahiert und gespeichert. Dies beinhaltete den Publikationstitel, die Namen der Autoren, das veröffentlichende Journal, das Jahr der Publikation, die betreffende Datenbank sowie das Abstract. Diese Informationen geben Einblicke in das jeweilige Feld des wissenschaftlichen Interesses und Charakteristika der involvierten Forscher (Saggese et al., 2016).

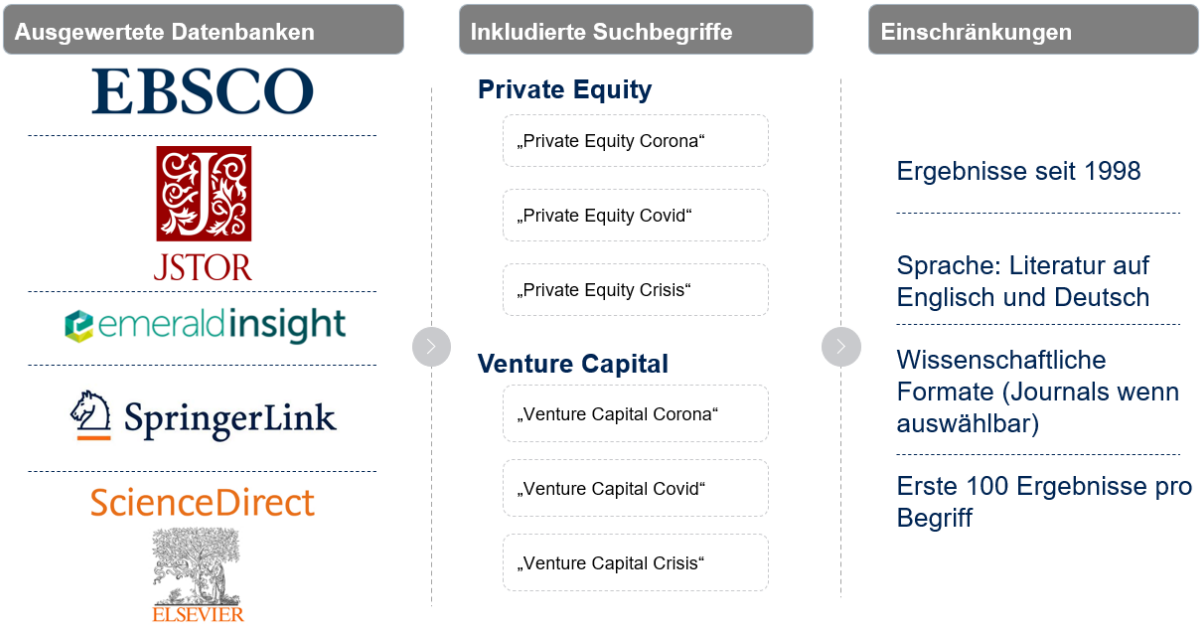

Abbildung 10: Konsolidierte Operationalisierung des SLR

Die konsolidierten Ergebnisse wurden zunächst anhand des Titels nach Relevanz bewertet. Dies reduzierte im ersten Durchgang das konsolidierte Set von 2786 Veröffentlichungen auf 229 für die weitere Analyse. Der initialen Überprüfung auf Relevanz anhand des Titels folgte eine Analyse des Abstracts, die das Set auf 89 Titel verkleinerte. Die verbleibenden 89 Titel wurden anschließend mittels einer Volltextanalyse ausgewertet sowie konsolidiert. Dies beinhaltete das Entfernen von doppelt erfassten Publikationen. Schließlich wurde ein Set von 46 Publikationen für die finale Auswertung ausgewählt[79].

[79] Diese Zahlen beziehen sich auf den ersten von zwei Durchgängen mit zeitlichen Versatz

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Online-Datenbanken sind nicht immer uneingeschränkt geeignet für eine systematische Literaturanalyse (Okoli, 2015). Daher wurde das Set anhand einer strukturierten Vorwärts-Rückwärts-Suche erweitert. Dies führte zur Addition von 17 relevanten Veröffentlichungen (zwölf aus der Rückwärts- und fünf aus der Vorwärtssuche). Die Vorwärtssuche wurde mit Google Scholar vorgenommen, da dieses Angebot den Großteil der wissenschaftlichen Publikationen umfasst und insbesondere für explorative Untersuchungen hilfreich ist (Gusenbauer & Haddaway, 2020). Für die abschließende Auswertung wurde im ersten Durchgang ein Set von 63 relevanten Veröffentlichungen gebildet. Im zweiten Durchgang wurden dem finalen Set der Analyse noch acht Publikationen aus der Datenbankrecherche sowie acht aus der strukturierten Vorwärts-Rückwärts-Suche hinzugefügt. Letztlich ergab sich ein Set von 79 Veröffentlichungen zur Auswertung.

Obwohl die Auswertung mit strikter Prozesstreue und großer Sorgfalt ausgeführt wurde, verbleibt ein gewisses Restrisiko für eine Verzerrung, da lediglich eine Person diese Aufgabe durchführte. Das Inkludieren weiterer Personen erhöht die Verlässlichkeit der Ergebnisse. Des Weiteren handelt es sich bei der Auswertung um eine repetitive Tätigkeit, was zu einer potenziellen Ablenkung und daher Ungenauigkeiten führt, wenn sie über einen längeren Zeitraum ausgeführt wird (Staats und Gino, 2012). Eine Überprüfung der Intracoder-Reliabilität (Lacy et al., 2015) wurde vier Wochen nach Abschluss der ersten Auswertung durchgeführt, um die Verlässlichkeit der Ergebnisse zu überprüfen. Dabei wurden 20 Artikel zufällig ausgewählt und entlang der Matrix kodiert. Die Übereinstimmung mit der ursprünglichen Kodierung lag bei 82 %, was eine relativ hohe Verlässlichkeit impliziert.

Trotz der strikten Orientierung an wissenschaftlichen Standards und der umfassenden Dokumentation hat diese Untersuchung mehrere Limitationen. Zunächst unterliegt eine systematische Literaturanalyse einem explorativen Charakter und ist daher hinsichtlich der Ergebnisse nicht vollumfänglich erschöpfend. Der primäre Fokus liegt in der generellen Identifikation von Anpassungen in der Investitionsstrategie von Private-Equity-Investoren während ökonomischer Schocks; jedoch führt der gewählte Analyseansatz nicht dazu, dass konkrete Maßnahmen identifiziert werden, sondern lediglich dazu, erfassen zu können, in welchem Umfang sich vorangegangene Arbeiten mit diesem Thema beschäftigt haben. Abschließend werden lediglich drei

10.15772/ANDRASSY.2026.008

große ökonomische Schocks ausgewertet, was bedeutet, dass die Analyse nicht sämtliche Schockereignisse berücksichtigt.

4.2 Empirische Ergebnisse

Innerhalb der Auswertung wurden neben den bibliografischen auch inhaltliche Informationen systematisch analysiert. Die Verfahrensweise basierte zunächst auf einer Volltextanalyse. Hierbei wurde erfasst, welcher ökonomische Schock von einer Publikation untersucht wurde. Dies erlaubt Rückschlüsse auf die bisherige wissenschaftliche Aufarbeitung einzelner ökonomischer Schocks. Der erste Schritt der Auswertung beinhaltete eine deskriptive Analyse des Artikels basierend auf bibliografischen Informationen. Dies ermöglicht eine Identifikation von Schwerpunkten innerhalb der Forschungszentren, der regionalen Verteilung, zentralen Quellen- und Veröffentlichungsmedien, Forschenden sowie Zeitrahmen. Es erlaubt des Weiteren die Identifikation von zentralen Personen, Institutionen und Formaten. Diese systematische Literaturanalyse erfasst somit den bestehenden Forschungsstand von Investmentstrategieanpassungen durch Private-Equity-Investoren während ökonomischer Schocks. Dabei werden sechs unterschiedliche Datenbanken[80] anhand von Publikationen seit 1998 ausgewertet. Die Auswertung wird durch eine strukturierte Vorwärts-Rückwärts-Suche vervollständigt.

4.2.1 Bibliometrische Auswertung

Insgesamt wurde – wie oben beschrieben – nach zwei zeitlich versetzten Durchgängen ein Set von 79 Veröffentlichungen ausgewertet, das entlang der Publikationsjahre verteilt ist (Abb. 11). Zu den am häufigsten gewählten Quellen für Publikationen gehören, wie in Tabelle 3 dargestellt, das *Journal of Private Equity* (in dem ca. 10 % aller berücksichtigten Literaturbeiträge erschienen[81]), das *Journal of Applied Corporate Finance*, das *Venture Capital Journal* und das *Small Business Economics Journal* (die für jeweils 6 % der Veröffentlichungen verantwortlich waren). Demnach

[80] Fünf Datenbanken aus der direkten Auswertung sowie Google Scholar aus der Vorwärts-Rückwärts-Suche

[81] Anmerkung: Das betreffende Journal wurde mittlerweile eingestellt

10.15772/ANDRASSY.2026.008

wurden 24 % aller relevanten Publikationen innerhalb von vier Journals veröffentlicht. 53 weitere Beiträge wurden in jeweils einem anderen Journal publiziert, was für eine hohe Diversifizierung möglicher Quellen spricht und der Diversität des Themas Rechnung trägt. Das Thema kann aus einer Vielzahl von Blickwinkeln beleuchtet werden (angefangen bei allgemeinen anlageklassebezogenen Aspekten über finanzmarktbezogene Aspekte hin zu individuellen investitionsstrategiebezogenen Aspekten und diesbezüglichen Journals).

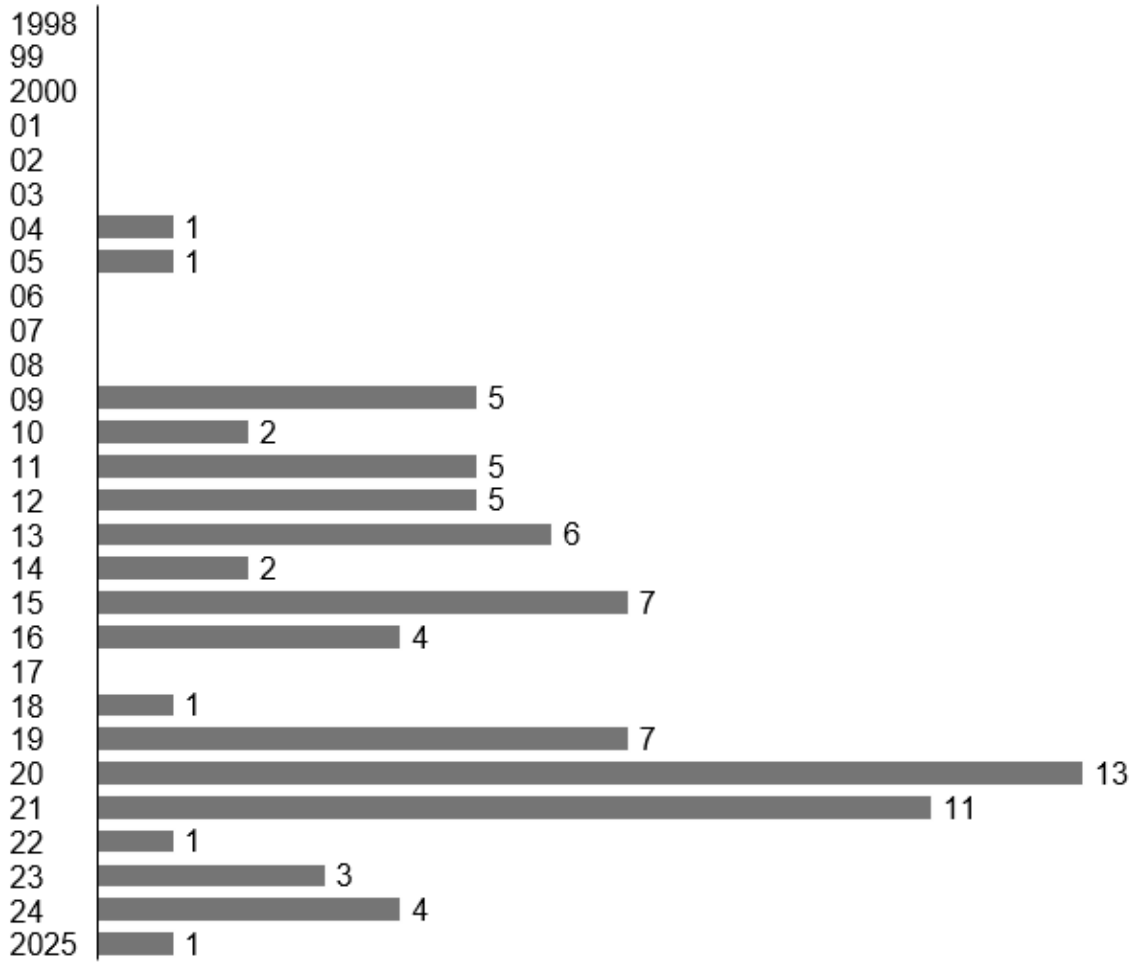

Abbildung 11: Anzahl der im SLR erfassten Veröffentlichungen nach Jahren

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Zusätzlich reicht die Spannweite der Impact-Faktoren von 0,18 bis 9,35, bei einem Durchschnitt von 3,7.

Journal	Anzahl	Rank	% of total	Impact Facto	h-index	SCImago
Journal of Private Equity	7	1	8.9%	0.2	13.0	0.1
Journal of Applied Corporate Finance	4	2	5.1%	4.9	109	2.1
Venture Capital - An International Journal of Entrepreneurial Finance	4	2	5.1%	4.1	54	1.0
Small Business Economics: An Entrepreneurship Journal	4	2	5.1%	8.7	142	2.6
Journal of Corporate Finance	3	5	3.8%	4.9	109	2.1
National Bureau of Economic Research	2	6	2.5%	n.a.	n.a.	n.a.
Financial Management	2	6	2.5%	3.8	72	2.2
Journal of Business Venturing Insights	1	8	1.3%	6.6	25	1.7
Journal of Alternative Investments	1	8	1.3%	1.1	20	0.4
Review of Financial Studies	1	8	1.3%	8.3	203	11.7
Management Science	1	8	1.3%	5.3	264	5.1
...	...	...	...	...	...	...
Durchschnitt	1.4	N/A	N/A	3.7	13.0	1.8

Tabelle 3: Am häufigsten gewählte Journals[82]

Die große Verteilung innerhalb der Journals spiegelt sich ebenfalls in der Anzahl der Autoren wider. Insgesamt wurden 154 Autoren identifiziert; 91 % davon waren an nur einer ausgewählten Publikation beteiligt. Bei den aktiveren Autoren, die in Tabelle 4 abgebildet sind, sind insbesondere mit Venture-Capital-Bezug Colin Mason und Joern H. Block mit jeweils fünf sowie Philipp Sandner mit vier Beiträgen zu nennen. Philipp Sandner und Joern H. Block haben zusammen vor allem Papers zu Venture Capital während der globalen Finanzkrise veröffentlicht. Josh Lerner hat zwei relevante Beiträge verfasst (Tabelle 4); er fokussierte vor allem die Auswirkungen der globalen Finanzkrise auf Private-Equity-Investoren.

[82] Eigene Darstellung

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Author	Anzahl	Anteil	Land	Universität
Block, Joern H.	5	6%	Deutschland	Universität Trier
Mason, Colin	5	6%	Schottland	University of Glasgow
Sandner, Philipp	4	5%	Deutschland	Frankfurt School of Finance
Bellavitis, Cristiano	2	3%	USA	Syracuse University
Bernstein, Shai	2	3%	USA	Harvard University
De Vries, Geertjan	2	3%	Netherlands	University of Rotterdam
Fisch, Christian	2	3%	Luxemburg	University of Luxemburg
Kaplan, Steven N.	2	3%	USA	University of Chicago
Lerner, Josh	2	3%	USA	Harvard University
Malik, Kunjana	2	3%	India	Jain Institute of Management
...	...	...	...	...

Tabelle 4: Autoren mit den meisten relevanten Veröffentlichungen[83]

Hinsichtlich der gewählten Methodik ergibt sich ein stark differenziertes Bild. Bei 56 von 79 analysierten Veröffentlichungen des Samples wurden ausschließlich quantitative Verfahren verwendet (Abb. 12). Dies entspricht 71 %. Bei den qualitativen Untersuchungsmethoden konnten 17 relevante Publikationen analysiert werden, was 22 % des gesamten Samples ausmacht. Beim Querschnitt von Methodiken und ökonomischen Schocks fällt auf, dass knapp 50 % der Beiträge, die mit qualitativen Verfahren erarbeitet wurden, zur globalen Finanzkrise erschienen. Dies ist auch in der Hinsicht relevant, dass im gesamten Set 38 % der Veröffentlichungen die Weltfinanzkrise isoliert betrachten, womit der Anteil von qualitativen Untersuchungsmethoden bei der Erforschung dieser Krise deutlich überrepräsentiert ist.

[83] Eigene Darstellung

10.15772/ANDRASSY.2026.008

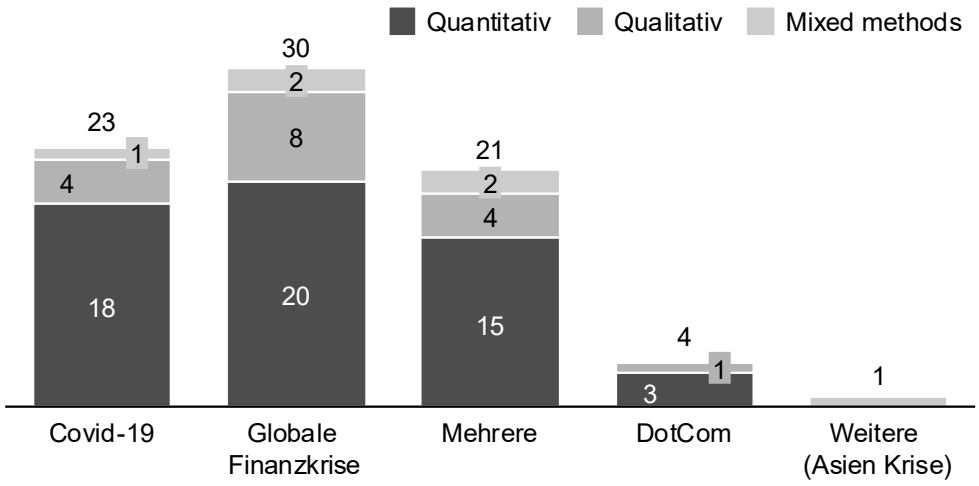

Abbildung 12: Aufschlüsselung der relevanten Veröffentlichungen nach Methodik

Es ist naheliegend anzunehmen, dass die Auswahl der Methodik mit den inhaltlich analysierten Themen korreliert.

Hinsichtlich der Kozitation innerhalb des Sets wurden vor allem Werke aus dem *Journal of Finance* und dem *Journal of Financial Economics* zitiert (Abb. 13). Dieser Schwerpunkt ist nachvollziehbar, da beide Journals zu den führenden Publikationsmedien im Finance-Bereich gehören und eine Vielzahl von für die Private-Equity-Forschung wegweisenden Artikeln, die auch für die schockbezogene Literatur wesentliche Bausteine darstellen, in ihnen erschienen ist.

10.15772/ANDRASSY.2026.008

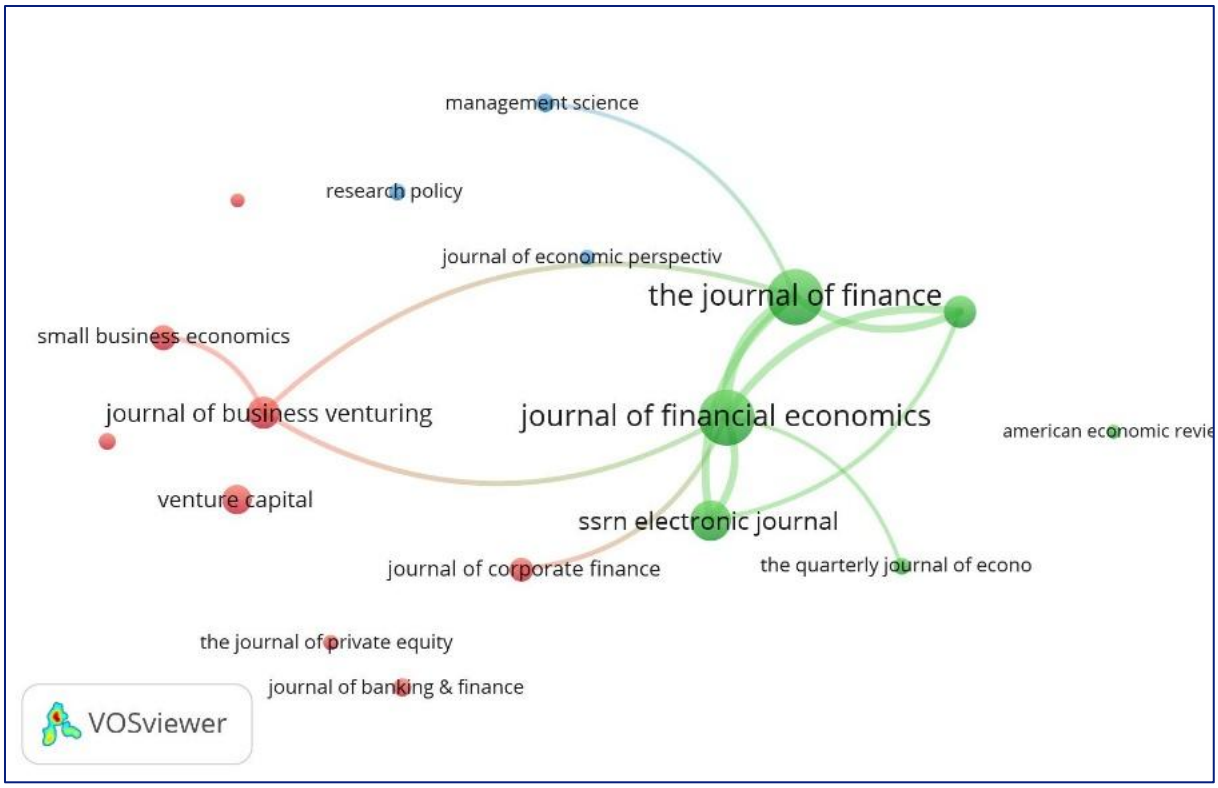

Abbildung 13: Netzwerkanalyse des SLR nach Journals[84]

Die am häufigsten zitierte Werke sind (Abb. 14):

1. Kaplan & Schoar (2005): Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows, veröffentlicht im *Journal of Finance*

2. Kaplan & Strömberg (2009): Leveraged Buyouts and Private Equity, veröffentlicht im *Journal of Economic Perspectives*

3. Gompers, Lerner, Scharfstein & Kovner (2008): Venture capital investment cycles: The impact of public markets, veröffentlicht im *Journal of Economic Perspectives*

[84] Basiert auf einer VOSviewer Auswertung

10.15772/ANDRASSY.2026.008

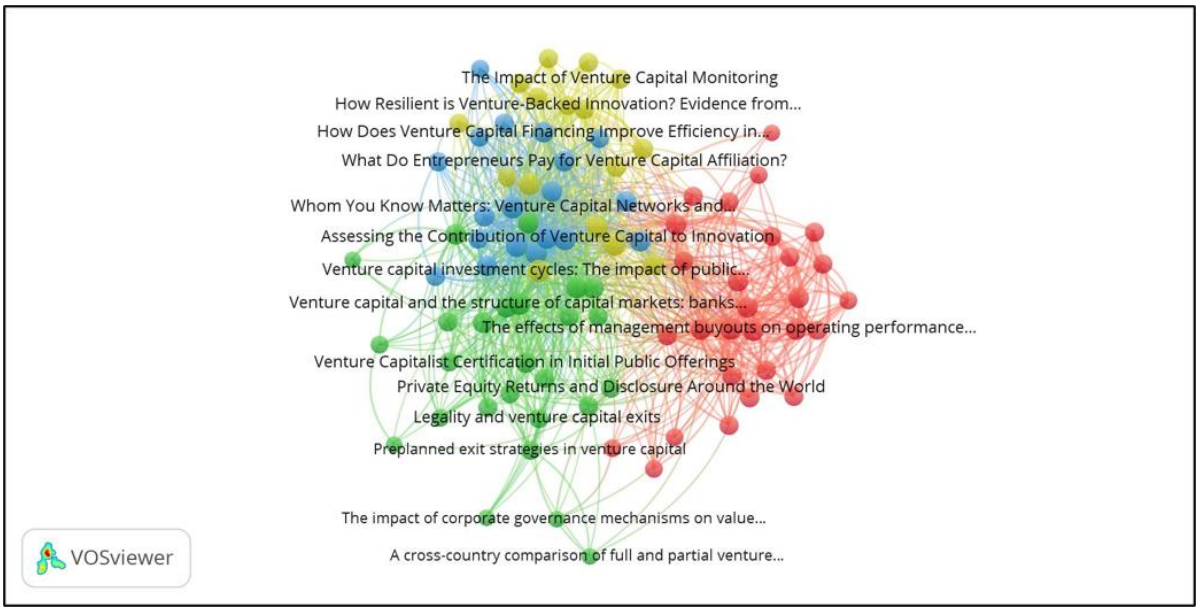

Abbildung 14: Netzwerkanalyse des SLR nach zitierten Werken[85]

Unter den am häufigsten zitierten Einzelautoren befinden sich Steven N. Kaplan, Josh Lerner, Paul Gompers und Per Strömberg. Dies ist dahingehend bemerkenswert, dass Lerner, Gompers und Kaplan auch im analysierten Zielset für Publikationen zu Private Equity während ökonomischer Schocks mit jeweils zwei relevanten Beiträgen zu den Top-Autoren zählen. Zu erklären ist dies dadurch, dass sie viele bedeutsame Veröffentlichungen für Private Equity übergreifend verfasst und dabei – neben der weiteren Grundlagenarbeit – ökonomische Schocks miterforscht haben.

[85] Basiert auf einer VOSviewer Auswertung

10.15772/ANDRASSY.2026.008

4.2.2 Inhaltliche Auswertung

Ein Großteil der untersuchten Themen umfasst Kredit- und Finanzierungskonditionen sowie die Markt- und Transaktionsentwicklung. Der inhaltliche Fokus der Veröffentlichungen umschließt eine breite Themenvielfalt, mit einer klaren Konzentration auf Private-Equity-Marktentwicklungen und deren übergreifende volkswirtschaftliche Relevanz (Abb. 15). 33 der 79 Veröffentlichungen untersuchen priorisiert die Marktbedingungen und marktbezogene Parameter wie Transaktionsanzahl, -größe und Bewertungen von Übernahmen im Private-Equity-Markt.

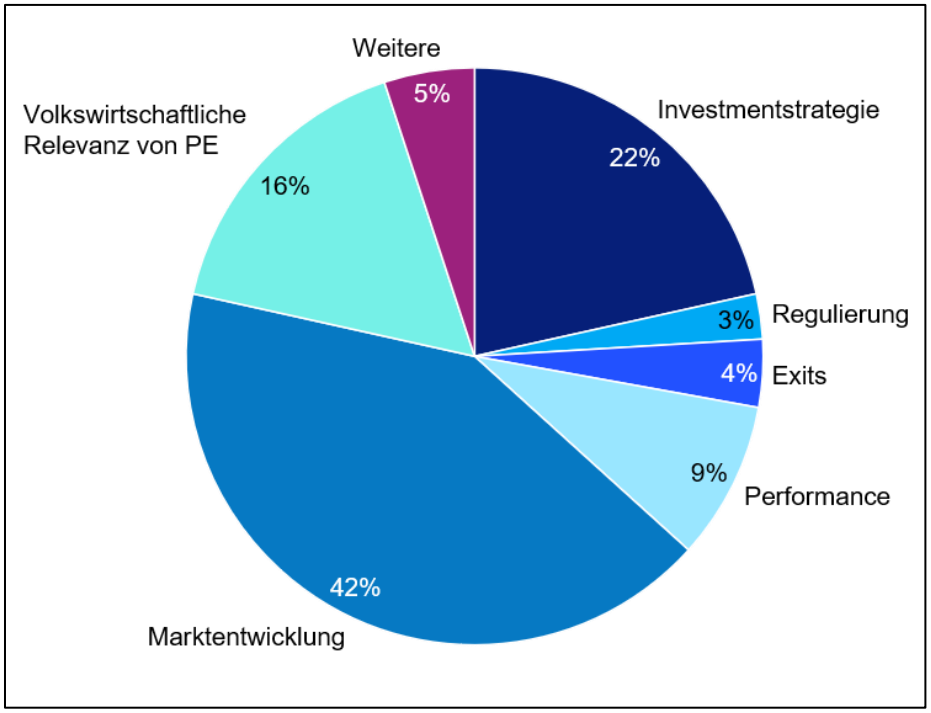

Abbildung 15: Inhaltliche Schwerpunktthemen der relevanten Veröffentlichungen

Dies entspricht 42 % aller relevanten Veröffentlichungen. Darüber hinaus fokussieren 13 Beiträge (16 %) die Konsequenzen und die Relevanz von Private-Equity-Aktivitäten während eines Schocks für die übergreifende Volkswirtschaft. Dieser hohe Anteil von markt- und ökonomiebezogenen Themen, die anhand statistischer Daten zum Wirtschaftswachstum, zur Anzahl der Arbeitsplätze, Anzahl der Transaktionen und zu Transaktionsvolumina erforschbar sind, kann den entsprechend hohen Anteil der quantitativen Untersuchungen erklären. An zweiter Stelle der Themen stehen die

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Anlagestrategien von Investoren, also Anpassungen und Veränderungen, die auf einen ökonomischen Schock folgen. Obwohl bei der Erforschung der Investitionsstrategie qualitative Methoden deutlich breitere Anwendungsmöglichkeiten bieten, sind von 17 relevanten Veröffentlichungen lediglich vier mit qualitativen Verfahren erarbeitet worden (Tabelle 5).

	Quantitativ	Qualitativ	Mixed methods	Total
Investmentstrategie	13	4	0	**17**
Regulierung	0	2	0	**2**
Exits	3	0	0	**3**
Performance	7	0	0	**7**
Marktentwicklung	19	10	4	**33**
Volkswirtschaftliche Relevanz	11	0	2	**13**
Weitere	3	1	0	**4**
Total	**56**	**17**	**6**	79

Tabelle 5: Matrix über Verteilung von Schwerpunktthema und Methodik[86]

Dies entspricht 24 % der Veröffentlichungen zur Investitionsstrategie während ökonomischer Schocks und 5 % aller relevanten Publikationen. Die verbleibenden Beiträge zur Investmentstrategie, die mit quantitativen Daten erarbeitet wurden, fokussieren sich vor allem auf Verschiebungen der Kapitalallokation entlang von Investitionsphasen (Neuinvestitionen in Seed-, Later-Stage- bzw. Expansion-Capital-Phasen vs. Anschlussinvestitionen in bestehende Beteiligungsunternehmen). In dieser Subgruppe werden auch Veränderungen in Industriegruppen, Regionen und Risikoklassen erfasst. Die priorisierten Analyseformate sind Auswertungen von Transaktionsdaten und Umfragen unter Investoren. Innerhalb der qualitativen Untersuchungsformate dominieren vor allem Case Studies, gefolgt von Experteninterviews.

Trotz der inhaltlichen Vielfältigkeit des Themas und der dadurch implizierten Anwendbarkeit eines Mixed-Methods-Ansatzes (im Sinne einer Verknüpfung von qualitativen und quantitativen Verfahren) wurden auf diese Weise lediglich sechs der

[86] Eigene Darstellung

10.15772/ANDRASSY.2026.008

ausgewählten Veröffentlichungen erarbeitet. Dies entspricht knapp 8 % der relevanten Beiträge. In Kombination mit dem geringen Anteil an qualitativen Untersuchungen, insbesondere zur Investitionsstrategie, kann festgestellt werden, dass bezüglich der Erfassung von Abwägungen und Kontexten hinter Veränderungen im Investorenverhalten während Schocks derzeit noch eine wissenschaftliche Lücke besteht.

Die Inhaltsanalyse wurde durchgeführt anhand von Kernthemen innerhalb der Veröffentlichungen und einer Sortierung innerhalb einer Matrix, basierend auf induktiven Kategorien (Mayring, 2014). Die Datengewinnung und die Transformation in die Matrixkategorien folgten dem Ansatz von Webster und Watson (2002).

Der Ablauf der Inhaltsanalyse war zunächst zweigeteilt: Im ersten Teil wurde das jeweilige Hauptthema der Veröffentlichungen abstrahiert und festgehalten, um erfassen zu können, zu welchen Punkten bislang schwerpunktartig publiziert wurde. Im zweiten, granulareren Teil wurden die Veröffentlichungen im Volltext ausgewertet und alle Nennungen eines Themas dokumentiert. Ein Runterbruch von Publikationen nach Krisen und Schwerpunktthema findet sich in Tabelle 6.

	Covid-19	Global Financial Crisis	DotCom	Multi	Other (Asian Crisis)	Total
PE Market conditions	12	14	0	6	1	**33**
PE Impact on economy	0	5	1	7	0	**13**
Regulation	0	1	0	1	0	**2**
Performance	4	2	0	1	0	**7**
Exits	1	1	0	1	0	**3**
Investor Characteristics	0	1	0	0	0	**1**
Investment strategy	5	5	3	4	0	**17**
Portfolio work	0	0	0	1	0	**1**
Overall impact on various fields	1	0	0	0	0	**1**
PE Impact on economy and Investment strategy	0	1	0	0	0	**1**
Total	**23**	**30**	**4**	**21**	**1**	**79**

Tabelle 6: Matrix über Verteilung von Schwerpunktthema und Schock[87]

[87] Eigene Darstellung

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Die Kategorien der x-Achse enthalten Kernelemente der Anlagestrategie von Private-Equity-Investoren. Die Inhalte sind aus der Literatur abgeleitet und anhand von drei Rubriken kategorisiert: finanzielle Aspekte, Investment- und strategische Elemente sowie operationale Elemente. Zusätzlich wurden Informationen über die Art der betrachteten Investoren (Buyout, Venture Capital, Angel Investor, Private Equity im Allgemeinen) und der untersuchte Schock erfasst. Die Datenextraktion registriert hierbei lediglich, ob ein Thema behandelt wurde, jedoch nicht zu welchem Grad und bis zu welcher Tiefe. Die benachbarten Felder innerhalb der Matrix sind nicht metrisch skaliert und erschöpfend. Sie repräsentieren Kategorien, die für eine bessere Orientierung abgeleitet wurden, und bilden den Private-Equity-Investitionsprozess im Allgemeinen ab, angefangen vom Einwerben des Kapitals bis zur operativen Arbeit in Portfoliounternehmen.

Alle Veröffentlichungen wurden danach bewertet, ob sie bestimmte Elemente dieses Prozesses während ökonomischer Schocks erfassen. Jede Nennung wurde in die Matrix transferiert und entsprechend vermerkt. Abschließend wurden die Subkategorien aufsummiert. Aspekte, die hierbei häufig abgedeckt wurden, waren die Anzahl der Transaktionen (behandelt in 45 Veröffentlichungen, 57 % des Gesamtsets), die absolut investierten Anlagemittel pro Jahr (48 Veröffentlichungen, 61 % des Sets), die Einwerbung von Eigenkapitalmitteln (44 Veröffentlichungen, 56 % des Sets), der Ausstieg aus bestehenden Investitionen (36 Veröffentlichungen, 46 % des Sets) sowie die übergreifende Investmentstrategie (42 Veröffentlichungen, 53 % des Sets). Die Ergebnisse sind in den Tabellen 7 und 8 abgetragen.

Weniger häufig berücksichtigte Themen waren der regionale Fokus von Investitionen (14 Veröffentlichungen, 18 % des Sets), Expansionsinvestitionen (12 Veröffentlichungen, 15 % des Sets) sowie Strategie und Partnerschaften (5 Publikationen, 6 % des Sets). Diese Ergebnisse werden in den Tabellen 7 und 8 abgebildet. COVID-19 und die globale Finanzkrise sind die am meisten untersuchten Schocks mit 23 bzw. 30 Veröffentlichungen (zusammen 67 % des gesamten Sets).

Obwohl COVID-19 ein noch sehr aktuelles Phänomen darstellt, erscheint diese Verteilung plausibel vor dem Hintergrund, dass die Anzahl akademischer Publikationen im Allgemeinen deutlich gestiegen ist (Fire und Guestrin, 2019). Daher

10.15772/ANDRASSY.2026.008

weist die COVID-19-Pandemie verglichen mit weiter zurückliegenden Schocks wie der globalen Finanzkrise eine relativ hohe Abdeckung auf. Zusätzlich hat das starke Wachstum der Private-Equity-Industrie in den letzten zwei Jahrzehnten massiv zur akademischen Relevanz beigetragen, was die höhere Veröffentlichungsdichte erklärt.

10.15772/ANDRASSY.2026.008

	Finanzen			Investitionsstrategie							Operations			
	Einwerbung von EK	Verwendung von Dry-Powder	Zugang zu FK	Investment Strategie	Anzahl Transaktionen	Investment-volumen	Unternehmens-bewertungen	Regionaler Fokus	Sektoraler Fokus	Exits	Operative Arbeit	CAPEX / Expansionin vestitionen	Strategie / Partnerschaften	**Subtotal**
DotCom	2	2	1	2	2	2	1	0	2	2	0	1	0	17
Covid-19	11	8	10	13	9	12	11	2	13	10	9	5	1	114
Globale Finanzkrise	18	8	15	14	21	20	12	8	10	12	13	2	3	156
Other (Asian Crisis)	1	0	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	6
Mehrere	12	6	6	12	12	13	9	4	4	12	3	4	1	98
Total	**44**	**24**	**33**	**42**	**45**	**48**	**34**	**14**	**29**	**36**	**25**	**12**	**5**	**391**
Anteil	56%	30%	42%	53%	57%	61%	43%	18%	37%	46%	32%	15%	6%	

Tabelle 7: Matrix von abgedeckten Themen und Schocks[88]

[88] Eigene Darstellung, in Anzahl der Veröffentlichungen

10.15772/ANDRASSY.2026.008

	Finanzen			Investitionsstrategie							Operations			
	Einwerbung von EK	Verwendung von Dry-Powder	Zugang zu FK	Investment Strategie	Anzahl Transaktionen	Investment-volumen	Unternehmens-bewertungen	Regionaler Fokus	Sektoraler Fokus	Exits	Operative Arbeit	CAPEX / Expansionin vestitionen	Strategie / Partnerschaften	Subtotal
PE Allgemein	16	7	15	14	13	19	15	7	14	12	12	3	1	148
Buyout	6	6	9	2	6	2	5	0	2	7	8	4	4	61
Business Angel	0	0	1	2	2	2	2	0	2	0	1	0	0	12
Venture Capital	22	11	7	23	24	24	12	7	11	17	4	5	0	167
VC & BA	0	0	1	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0	3
Total	**44**	**24**	**33**	**42**	**45**	**48**	**34**	**14**	**29**	**36**	**25**	**12**	**5**	**391**
Anteil	56%	30%	42%	53%	57%	61%	43%	18%	37%	46%	32%	15%	6%	

Tabelle 8: Matrix von Themen und Investorenarten[89]

[89] Eigene Darstellung, in Anzahl der Veröffentlichungen

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Im Vergleich der Investorengruppen ist festzustellen, dass Venture-Capital-Investoren eine proportional deutlich höhere Gewichtung erfahren haben als Buyout-Investoren, trotz des deutlich geringeren Anlagekapitals (Bernstein et al., 2020). Private-Equity-Investoren im Allgemeinen wurden in 39 % der Veröffentlichungen thematisiert, Business Angels dagegen in lediglich 4 % (Tabelle 9), trotz ihrer Wichtigkeit insbesondere in Frühphasen des Investitionsprozesses. Fragmentierung von Finanzberichten, limitierte Berichtspflichten sowie Schwierigkeiten im Erlangen konsolidierter Daten sind nur einige Beispiele aus einer Vielzahl möglicher Gründe hierfür.

	DotCom	Covid-19	Globale Finanzkrise	Weitere (Asien Krise)	Mehrere	**Total**	Anteil
PE Allgemein	0	13	12	0	6	**31**	**39%**
Buyout	0	3	7	0	4	**14**	**18%**
Business Angel	0	2	1	0	0	**3**	**4%**
Venture Capital	4	5	9	1	11	**30**	**38%**
VC & BA	0	0	1	0	0	**1**	**1%**
Total	**4**	**23**	**30**	**1**	**21**	**79**	
Anteil	5%	29%	38%	1%	27%		

Tabelle 9: Matrix von Investorengruppen und Schocks, in Anzahl der Veröffentlichungen[90]

Die Analyse kommt zu folgenden zentralen Ergebnissen. Die bisherige Forschung hat sich vor allem auf makroökonomische und marktbezogene Aspekte der Investitionsstrategien fokussiert, wie bspw. Volumen der Investitionen, Anzahl der Transaktionen und finanzielle Faktoren wie eingeworbenes Anlagekapital. Individuelle Aspekte (wie der regionale Schwerpunkt der getätigten Investitionen) wurden nur von wenigen Untersuchungen beleuchtet. Die Ergebnisse deuten darauf hin, dass hier vor allem eine limitierte Datenverfügbarkeit zugrunde liegt. Marktbezogene Informationen sind einfacher zu erlangen als individuelle Auskünfte auf dem Fondslevel. Vor diesem Hintergrund erscheint es notwendig, weitere Untersuchungen bezüglich individueller Anpassungen von Investitionsstrategien während ökonomischer Schocks vorzunehmen. Dies könnte zu stärker strukturierten Ansätzen für direkte Handlungsempfehlungen seitens Investmentmanagern beitragen und eine verbesserte Performance der Anlageklasse im Allgemeinen fördern.

[90] Eigene Darstellung

10.15772/ANDRASSY.2026.008

4.3 Diskussion und Ausblick

Aus der vorangegangenen Literaturanalyse können mehrere Erkenntnisse über die bisherige Erforschung der Anpassungen von Private-Equity-Investments während ökonomischer Schocks abgeleitet werden.

Erstens haben bisherige Untersuchungen vor allem Aspekte thematisiert, die den Status und die Entwicklung der Anlageklasse im Allgemeinen betreffen (wie die Einwerbung von Eigenkapital, Anzahl der Transaktionen, getätigtes Investitionsvolumen und investiertes Kapital), im Kontrast zu Aspekten der individuellen Anlagestrategie. Dieses Ungleichgewicht erscheint plausibel. Allgemeine Informationen zu generischen, industrierelevanten KPIs einer Anlageklasse können für ein größtmögliches Publikum relevant sein. Informationen wie eingeworbenes Anlagekapital, Transaktionsvolumen und investiertes Kapital sind potenziell bedeutsam für finanzierende Banken, Berater und Unternehmen, die nach Beteiligungskapital suchen. Im Gegenzug erscheint die Gruppe der adressierbaren Leser für investmentstrategiebezogene Betrachtungen um ein Vielfaches kleiner (hierbei handelt es sich vor allem um Investmentmanager). Ein weiterer, eher trivialer Aspekt könnte die Verfügbarkeit von Daten sein. Informationen zur Anzahl von Transaktionen und zum investierten Kapital sind über große Datenbanken relativ einfach abrufbar. Der Prozess, um Zugang zu Daten zur Investitionsstrategie einzelner Fonds zu erhalten, gestaltet sich deutlich komplexer. Darüber hinaus war die empirische Private-Equity-Forschung allgemein lange durch mangelnde Datenverfügbarkeit limitiert (vgl. Cumming et al., 2007). Diese Beobachtung wird im Rahmen der systematischen Literaturanalyse dadurch bestärkt, dass insbesondere frühe Studien zur globalen Finanzkrise einen überproportionalen Anteil von qualitativen Untersuchungsmethoden aufweisen, wohingegen in der COVID-19-Forschung die quantitativen Verfahren klar dominieren.

Angesichts des hohen Anteils von generischen Elementen der Investitionsstrategie, die bislang beleuchtet wurden, empfiehlt es sich, zukünftige Forschungen auf individuellere Aspekte zu fokussieren. Des Weiteren wurden bislang überwiegend Venture-Capital-Investoren untersucht, deren absolutes Anlagekapital (und Anteil am

10.15772/ANDRASSY.2026.008

nationalen Bruttoinlandsprodukt) geringer ist als jenes von LBO-Investoren (vgl. Bernstein et al., 2020). Dieses Verhältnis sollte bei nachfolgenden wissenschaftlichen Studien berücksichtigt werden. Individuelle Bestandteile der Investitionsstrategie während ökonomischer Schocks bedürfen zusätzlicher Analysen. Dies umfasst z. B. Untersuchungen zu sektoralen Verlagerungen der Investitionen während ökonomischer Schocks, zu regionalen Verlagerungen sowie Maßnahmen des operativen Managements in den Portfoliounternehmen. Weitere Erkenntnisse in diesen Bereichen könnten Investmentmanager potenziell dazu befähigen, Entscheidungen basierend auf fundierten wissenschaftlichen Erkenntnissen zu treffen, und damit ein besseres Fondsmanagement sowie bessere Aussichten für Investoren und Portfoliounternehmen ermöglichen. Dies könnte letztlich zu einer verbesserten und stabileren wirtschaftlichen Perspektive im Allgemeinen beitragen.

10.15772/ANDRASSY.2026.008

5 Statistische Analyse von Transaktionsdaten

5.1 Untersuchungsmethodik und Datengrundlage

In der Studie wird untersucht, ob Manager von PE-Fonds während wirtschaftlicher Schocks ihre Investitionen überproportional in bestimmte Branchen verlagern. Die Schwere von Abschwüngen und die Geschwindigkeit der Erholung unterscheiden sich während wirtschaftlicher Schocks je nach Sektor (Jiang et al., 2021). Investoren, die darauf abzielen, Renditen zu maximieren, allokieren daher Kapital – soweit möglich – in Branchen, die vom Abschwung weniger betroffen sind. Uddin und Chowdhury (2021) zeigen, dass höhere Aktienanteile während wirtschaftlicher Schocks Druck auf Bewertungen ausüben, was die Bedeutung von entsprechenden Deal-Volumina und Transaktionsgrößen weiter unterstreicht (d. h., niedrigere Bewertungen führen zu geringeren Transaktionsgrößen). Daher wird folgende Subhypothese I vorgeschlagen:

I: *Wirtschaftliche Schocks wirken sich negativ auf zentrale PE-Deal-Parameter wie Bewertung, Transaktionsgröße und Transaktionsvolumen aus.*

Sahli und Khemiri (2020) beobachteten während der globalen Finanzkrise Rückgänge bei Investitionen im Industriesektor, während Gompers, Kaplan und Mukharlyamov (2022) sowie Chen, Yang und Zhang (2021) Präferenzen für Investitionen in den IT- und den Gesundheitssektor während der COVID-19-Pandemie feststellten. Daraus ergibt sich Subhypothese II:

II: *Während wirtschaftlicher Schocks allokieren PE-Manager mehr Investitionen in bestimmte Branchen, wie Energie oder Gesundheitsgeräte und -dienstleistungen.*

Malik et al. (2020) erklären, dass PE-Kapital während der COVID-19-Pandemie in Branchen mit robusten Geschäftsmodellen verschoben wurde. Haarmeyer (2020) schlussfolgert, dass Investoren während der Pandemie generell zyklische Sektoren vermieden. Demnach wird Subhypothese III formuliert:

10.15772/ANDRASSY.2026.008

III: *Während eines wirtschaftlichen Schocks bevorzugen Investoren nicht-zyklische (d. h. defensive) Sektoren gegenüber zyklischen Branchen.*

Das Format einer Event-Studie wurde bewusst nicht gewählt, da es aus folgenden Gründen nicht uneingeschränkt auf die Analyse wirtschaftlicher Schocks anwendbar ist. Erstens wird angestrebt, allgemeine Implikationen für wirtschaftliche Schocks im PE-Bereich zu entwickeln. Die Fokussierung auf ein einzelnes Ereignis würde die Allgemeingültigkeit der Ergebnisse stark einschränken. Zweitens unterscheiden sich die wirtschaftlichen Dynamiken erheblich zwischen den Schocks. Die globale Finanzkrise wurde bspw. vom Finanzsektor ausgelöst und traf diesen stark, während etwa die Gesundheitsbranche nicht direkt betroffen war. Diese Dynamik steht im Gegensatz zur COVID-19-Pandemie, die den Gesundheitssektor unmittelbar tangierte, jedoch nicht den Finanzsektor. Drittens hat sich die Datenverfügbarkeit im Laufe der Zeit deutlich erhöht, da die Anzahl der PE-Transaktionen zugenommen hat. Eine Fokussierung ausschließlich auf den DotCom-Schock in einer Ereignisstudie würde bspw. die Anzahl der verfügbaren Transaktionsdaten begrenzen.

Die in dieser Studie verwendeten Daten basieren auf PE-Transaktionen und wurden überwiegend aus *Mergermarket* entnommen, einer bedeutenden Finanzdatenbank mit umfangreichen Datensätzen zu M&A- und PE-bezogenen LBO-Transaktionen (Tian, 2024). Der untersuchte Zeitraum erstreckt sich vom 1. Januar 1998 bis zum 1. Oktober 2022. Diese längere Periode von 1998 bis 2022 wurde gewählt, da sie – wie bereits ausgeführt – die Einbeziehung dreier bedeutender Schocks in die Analyse ermöglicht, die jeweils unterschiedliche wirtschaftliche Dynamiken aufweisen, nämlich das Platzen der DotCom-Blase im Jahr 2000 (Ljungqvist und Wilhelm, 2003), die globale Finanzkrise von 2008–2009 (Blankenburg und Palma, 2009) und die COVID-19-Pandemie, die Ende 2019 in China begann und 2020 erhebliche Auswirkungen auf die Märkte hatte (Harjoto und Rossi, 2023). Es werden nur Transaktionen berücksichtigt, bei denen der Käufer ein PE-Investor (einschließlich VC-Fonds) war, um die Investitionsmuster von PE-Fonds abzubilden. Obwohl Abschlussdaten in der Datenbank verfügbar sind, werden Transaktionen anhand ihres Ankündigungsdatums bestimmt, da dieses dem Investitionsentscheid am nächsten liegt und somit am besten geeignet ist, entsprechende Beschlussfassungen zu einem bestimmten Zeitpunkt darzustellen. Die Daten enthalten finanzielle Informationen zu ausgewiesenen

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Umsätzen, EBIT, EBITDA, Unternehmenswerten sowie zugehörigen Umsatz-, EBIT- und EBITDA-Multiplikatoren. Finanz- und Bewertungsdaten sind nicht für jede Transaktion verfügbar, da diese Informationen nicht konsistent berichtet werden, insbesondere bei kleineren Transaktionen.

Vor der Durchführung der Analyse wurden folgende Anpassungen am Datensatz vorgenommen.

Auflegung einer konsistenten Branchenklassifikation: Der ursprüngliche Datensatz enthält zwar bereits Informationen zur Branchenklassifikation des Zielunternehmens; die Werte sind jedoch inkonsistent und folgen keinem kohärenten System. Daher wurden die Branchenklassifikationen unter Verwendung der GICS-Standards geändert und die Daten auf Branchen- und Teilbranchenebene angeglichen (zum Vergleich siehe Stanley, 2001).

Hinzufügung von S&P-500- und Purchasing-Manager-Index-(PMI-)Werten: Um wirtschaftliche Schockphasen quantitativ zu erfassen, wurden die PMI-Daten des Datensatzes ab dem Jahr 1997 hinzugefügt. Es wird angenommen, dass ein PMI-Wert unter 45 auf ein wirtschaftliches Schockumfeld hinweist, da allgemein ein PMI-Wert unter 47 auf eine Kontraktion des verarbeitenden Gewerbes hindeutet (Koenig, 2002). Dieser indexbasierte Ansatz ermöglicht nicht nur, über die Zeit hinweg zu vergleichen und dabei fortwährend Heteroskedastizitätsrisiken zu vermeiden, sondern auch die Dauer der Krise klar zu verfolgen, mit eindeutig definierten Anfangs- und Endpunkten auf Basis der Indexwerte über alle Schocks hinweg. Da der Anfangspunkt eines Schocks anhand des PMI-Wertes eines bestimmten Monats klar definiert werden kann, wurde der Durchschnitt der vorangegangenen sechs Monate gebildet, um die vorherigen Anlegerpräferenzen in den Industriegruppen widerzuspiegeln. Der Analysezeitraum wurde auf drei Monate verkürzt; es wurden ähnliche Ergebnisse erzielt. Obwohl sich der PMI auf das verarbeitende Gewerbe fokussiert, gilt er als ein bedeutender Frühindikator für die Gesamtaussichten des Wirtschaftswachstums.

Aufschlüsselung der GICS-Branchen in zyklische und defensive Industrie-Archetypen: Die bestehenden Branchenkategorien wurden mithilfe von Damodarans (2021) Daten zu Betas ($\boldsymbol{\beta}$s) pro Branche in zyklische und defensive Rubriken eingeteilt und den

10.15772/ANDRASSY.2026.008

GICS-Sektor-/Branchenkategorien zugeordnet. Es wird das durchschnittliche ungehebelte $\boldsymbol{\beta}$ für die Jahre 2018–2021 verwendet, korrigiert um Barmittel, um bei Letzteren unternehmens- und branchenweite Muster zu berücksichtigen. So wird der einfache Durchschnitt des $\boldsymbol{\beta}$ über alle Branchen berechnet; zyklische Branchen werden als solche mit überdurchschnittlich hohen ungehebelten $\boldsymbol{\beta}$ definiert und defensive Branchen als solche mit unter dem Durchschnitt liegenden $\boldsymbol{\beta}$.

Die drei in dieser Untersuchung berücksichtigten globalen wirtschaftlichen Schocks unterscheiden sich erheblich in ihren Eigenschaften. Der erste dieser Unterschiede liegt im Ursprung des Schocks. COVID-19 war ein exogener Schock und trotz seiner bedeutenden wirtschaftlichen Auswirkungen nicht wirtschaftlicher, sondern viraler Natur (Borio 2020). Dies steht im Gegensatz zur wirtschaftlichen Natur der globalen Finanzkrise, deren Ausgangspunkt im Finanzsektor lag, sowie der DotCom-Pleite, deren Ursprung im Technologie- und Finanzsektor zu verorten ist (Alexakis et al., 2021).

Der zweite Unterschied bezieht sich auf den geografischen Umfang. Während die GFC und die DotCom-Pleite hauptsächlich westliche, industrialisierte Finanzmärkte betrafen und Auswirkungen auf die gesamte Gesellschaft hatten, war die COVID-19-Pandemie von globalem Ausmaß (Borio 2020).

Der dritte Unterschied liegt in der Tiefe der Auswirkungen und der Unsicherheit; die GFC und die DotCom-Blase hatten beide menschliche und absichtsbedingte Ursachen, was auf eine relativ hohe Kontrollierbarkeit hindeutet. Demgegenüber war bei dem nicht menschlich gesteuerten viralen Ausbruch während der COVID-19-Pandemie die Unsicherheit und somit die Schockwirkung erheblich größer (Agaton et al., 2024).

Der vierte Unterschied betrifft die Geschwindigkeit des Abschwungs und der Erholung. Die COVID-19-Pandemie zeigte im Vergleich zum DotCom- und zum GFC-Schock eine deutlich höhere Geschwindigkeit sowohl des Abschwungs als auch der Erholung. Vom Höchststand des Aktienmarkts vor der Pandemie bis zum lokalen Tiefpunkt vergingen lediglich vier Wochen, während dies während der GFC 23 Wochen und während der DotCom-Pleite 109 Wochen dauerte. Darüber hinaus verlief die

10.15772/ANDRASSY.2026.008

wirtschaftliche Erholung während der COVID-19-Pandemie sehr steil, während sie sich während der globalen Finanzkrise (GFC) und der DotCom-Pleite deutlich länger hinzog (Davis und Zlate 2023).

Der Datensatz enthält 53.471 Transaktionen. Die Transaktionsanzahl nahm im Zeitverlauf zu, parallel zu den steigenden PE-Investitionen. Die regionale Verteilung konzentriert sich auf Nordamerika und Europa, wie in Abbildung 16 dargestellt.

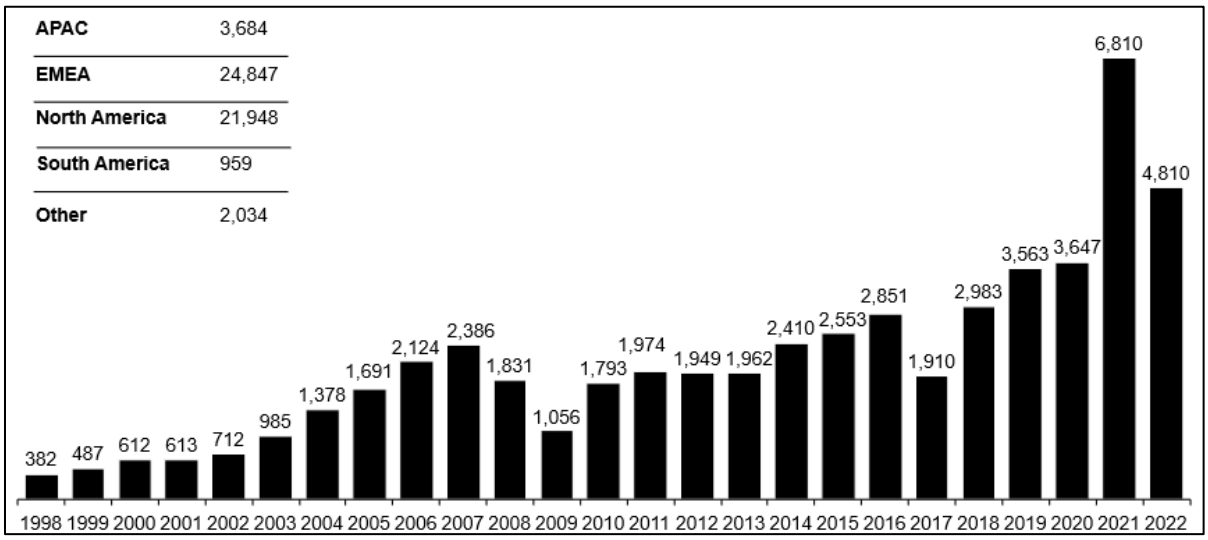

Abbildung 16: Statistische Datenauswertung: Anzahl der Datenpunkte pro Jahr

Der Datensatz umfasst Transaktionen aus verschiedenen Branchen, mit einem Schwerpunkt auf kommerziellen Dienstleistungen und Konsumgütern, wie Abbildung

10.15772/ANDRASSY.2026.008

17 veranschaulicht. Zentrale statistische Parameter des EBITDA Multiples und Transaktionswerts sind in Tabelle 10 abgetragen.

	95% confidence interval								
	Mean	Std. mean error	Lower	Upper	Variance	Std. deviation	Min.	Max.	Interquartile range
EBITDA multiple									
APAC	12.51	2.28	7.36	17.67	51.93	7.21	3.76	25.3	11.68
EMEA	9.81	0.76	8.28	11.33	36.63	6.05	3.13	29.52	6.36
North America	10.34	0.71	8.91	11.76	30.46	5.52	3.94	28.91	6.83
South America	8.11	2.16	1.24	14.98	18.66	4.32	4.5	14.35	7.65
Deal Value									
APAC	306.43	142.88	16.79	629.64	204,146.27	451.83	18.74	20,319.39	495.91
EMEA	230.66	45.00	140.71	320.61	127,562.17	357.16	4.91	42,672.19	205.94
North America	477.21	146.30	184.47	769.95	1,284,201.96	1,133.23	9.03	33,496.21	332.03
South America	244.76	139.36	2.67	690.19	78,360.13	279.93	8.91	14,154.75	504.75

Tabelle 10: Statistische Parameter der Variablen EBITDA-Multiple und Transaktionswert

Diese Studie weist Einschränkungen auf. Erstens wurden ausschließlich Buy-Side-Transaktionen analysiert, was die Erkenntnisse bezüglich ganzheitlicher Portfolioanpassungen limitiert. Außerdem werden Bewertungen auf Branchenebene nicht vollständig berücksichtigt. Darüber hinaus beinhaltet die Studie nur drei Schocks, was die allgemeine Anwendbarkeit der Ergebnisse begrenzt. Zudem liegen aufgrund fehlender Daten keine Einblicke in den Erfolg oder Misserfolg branchenbasierter Investitionsstrategien vor.

10.15772/ANDRASSY.2026.008

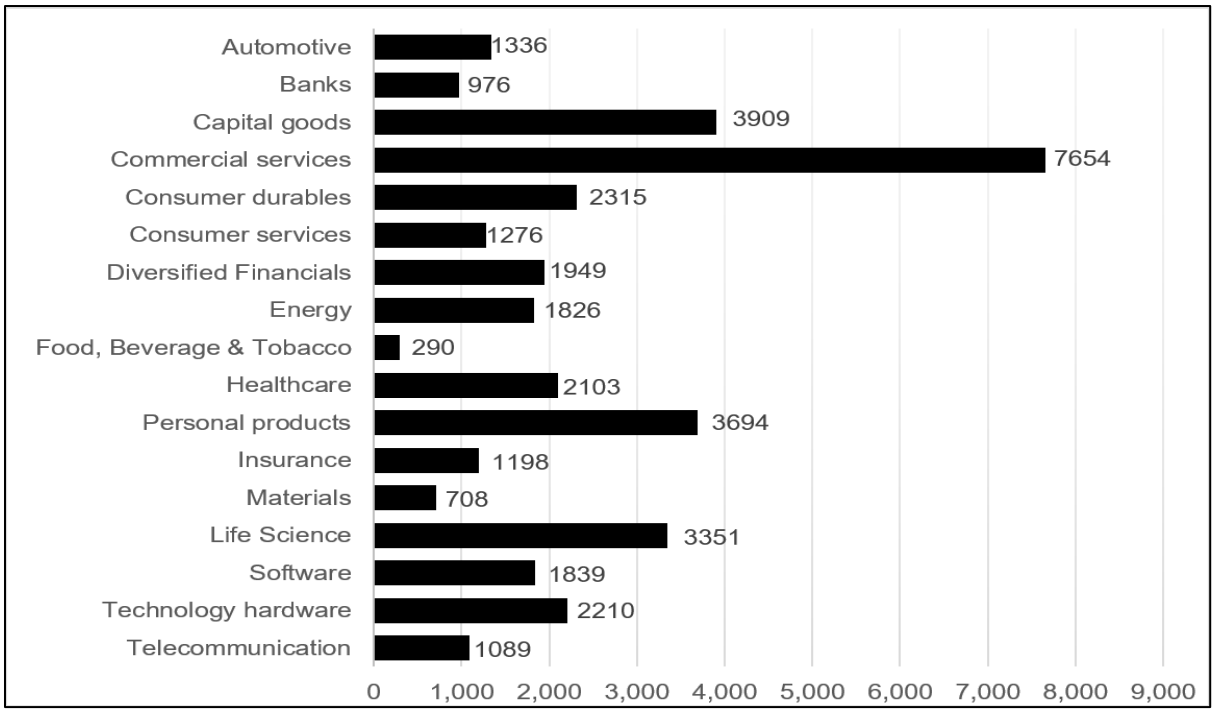

Abbildung 17: Statistische Datenauswertung: Datenpunkte pro Industriegruppe

5.2 Empirische Ergebnisse

Der Pearson-Korrelationskoeffizient wurde unter Verwendung des PMI berechnet (Tabelle 11), um den Einfluss des wirtschaftlichen Umfelds auf wesentliche Treiber von PE-Transaktionen zu bewerten. Die Pearson-Korrelation zwischen dem PMI und dem ungehebelten $\boldsymbol{\beta}$ beträgt 0,051 (signifikant auf dem Niveau von 0,003). Dies weist auf eine schwache, aber signifikante Beziehung hin, obwohl der Wert unter der Bedeutsamkeitsschwelle von 0,1 liegt. Ein ähnliches Ergebnis wird für den PMI und den EBITDA-Multiplikator beobachtet, mit einem Korrelationswert von 0,05 (signifikant auf dem Niveau von 0,003), erneut unterhalb der allgemein akzeptierten Schwelle. Die Korrelation zwischen PMI und Deal Value beträgt 0,015 (signifikant auf dem Niveau von 0,022), wiederum unterhalb der Schwelle. Insgesamt zeigt die Korrelationsanalyse in Tabelle 11 schwache, aber signifikante Korrelationen zwischen dem PMI und den wichtigsten Bewertungskennzahlen, die jedoch zu niedrig sind, um als bedeutsam zu gelten.

10.15772/ANDRASSY.2026.008

	PMI		
	Pearson-Coeff.	Significance	N
PMI	1.0000	-	53,471
Unleveraged-ß	0.051**	0.000	53,471
Deal Value	0.015*	0.022	23,404
EBITDA-Multiple	0.050**	0.003	3,726

Tabelle 11: Signifikanz und Korrelation zentraler Variablen mit dem PMI

					95% confidence intervall	
	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	Lower Bound	Upper Bound
EBITDA-multiple						
No-Shock	3,600	11.56	5.68	0.094	11.37	11.75
Shock	126	10.28	6.00	0.535	9.22	11.34
Deal Value						
No-Shock	22,480	311.3	1,086.97	7.249	297.09	325.51
Shock	924	216.5	726.58	23.90	169.6	263.42

Tabelle 12: Standardabweichung und Konfidenzintervall von EBITDA-Multiple und Unternehmenswert

Tabelle 12 zeigt, dass der EBITDA-Multiplikator während Perioden ohne Schocks im Durchschnitt 11,6 x beträgt und während wirtschaftlicher Schocks auf 10,3 x sinkt. Der unabhängige t-Test zeigt t = 2,491 (Signifikanzniveau 0,013; t = 2,5; df = 3.724), was auf signifikante Werte hinweist. Der durchschnittliche Dealwert globaler Transaktionen beträgt in Zeiten ohne Schocks 311 Mio. EUR, was höher ist als der Durchschnittswert von 216 Mio. EUR in Schockphasen. Der unstandardisierte Koeffizient für Schocks beträgt −1,286 (Standardfehler 0,516), was zur folgenden geschätzten Regressionsgleichung führt (Tabelle 13):

EBITDA während Schock = 11,6 − 1,3 x = 10,3

wobei x eine binäre Dummy-Variable ist und im Falle eines Schocks den Wert 1 annimmt.

10.15772/ANDRASSY.2026.008

	EBITDA multiple				
	B	Std. Error	Beta	t	Significance
No-Shock	11.565	0.095	-	121.848	-
Shock	-1.286	0.516	-0.041	2.491	0.013

Tabelle 13: Regressionskoeffiziententabelle vom EBITDA-Multiple

Der negative Koeffizient in dieser Gleichung zeigt, dass EBITDA-Multiplikatoren (d. h. Deal-Bewertungen) in Zeiten wirtschaftlicher Schocks abnehmen.

Ähnliche Ergebnisse zeigen sich für den Dealwert bei globalen Transaktionen. Der Mittelwert während Perioden ohne Schocks beträgt 311 Mio. EUR bei einer Standardabweichung von 1086. In Schockphasen sinkt der durchschnittliche Transaktionswert auf 216 Mio. EUR bei einer Standardabweichung von 726. Die Datenverteilung ist schief mit erhöhter Streuung, weshalb weitere parametrische Tests mit Vorsicht zu interpretieren sind. Dies entspricht den Beobachtungen von Uddin und Chowhudry (2021) zum Bewertungsdruck auf Unternehmen während wirtschaftlicher Schocks und bestätigt darüber hinaus das Potenzial für attraktive Übernahmemöglichkeiten für PE-Investoren in solchen Phasen, wie auch bei Neely und Carmichael (2021) diskutiert.

Diese Ergebnisse stehen im Einklang mit Hypothese I, da zentrale Parameter wie Bewertungen und Transaktionsgrößen während wirtschaftlicher Schocks abnehmen.

	Chi-Square test		
	Pearson Chi-Square	Likelihood ratio	N
Value	144.547	175.348	53,471
Degrees of Freedom	27	27	-
Asymp. Significance (2-sided)	0.000	0.000	-

Tabelle 14: Chi-Quadrat-Test zur Kapitalallokation in bestimmten Industrien

Im Folgenden wird überprüft, ob GPs ihren Fokus während wirtschaftlicher Schocks auf bestimmte Branchen verlagern. Bei Anwendung des Chi-Quadrat-Tests wird ein Wert von 144,57 erreicht (Tabelle 14), signifikant auf dem 0,001-Niveau). Dies deutet

10.15772/ANDRASSY.2026.008

darauf hin, dass GPs in Zeiten wirtschaftlicher Schocks bevorzugt in bestimmte Branchen investieren (Tabelle 15).

	DotCom		GFC		Covid-19		Percentage-point change		
	Before	Shock	Before	Shock	Before	Shock	DotCom	GFC	Covid-19
Automotive	4.6%	3.3%	3.3%	3.4%	2.2%	2.6%	-1.4%	0.1%	0.4%
Banks	3.5%	4.0%	2.7%	3.0%	1.2%	1.6%	0.5%	0.3%	0.4%
Capital goods	6.5%	10.5%	10.0%	8.6%	8.1%	5.0%	4.0%	-1.4%	-3.1%
Commercial Services	12.5%	13.0%	15.0%	13.8%	16.7%	18.7%	0.5%	-1.1%	2.0%
Consumer Durables	5.7%	6.9%	6.9%	7.2%	3.5%	0.8%	1.2%	0.3%	-2.7%
Consumer services	2.2%	3.4%	2.8%	1.9%	2.2%	0.8%	1.3%	-0.9%	-1.4%
Energy	0.5%	0.6%	3.7%	4.4%	3.0%	3.4%	0.0%	0.7%	0.4%
Food, Beverage & Tobacco	4.6%	3.8%	4.4%	5.7%	3.2%	3.4%	-0.8%	1.3%	0.2%
Healthcare	4.1%	4.6%	5.4%	4.2%	8.2%	11.3%	0.5%	-1.2%	3.1%
Personal Products	2.7%	3.6%	2.7%	3.3%	2.2%	2.1%	0.9%	0.6%	-0.1%
Insurance	0.8%	1.5%	1.3%	1.5%	1.4%	2.9%	0.7%	0.2%	1.5%
Materials	9.2%	5.9%	8.5%	7.7%	5.0%	2.9%	-3.3%	-0.8%	-2.1%
Media	3.3%	4.0%	4.0%	3.6%	3.5%	2.6%	0.8%	-0.4%	-0.8%
Life Sciences	1.6%	1.7%	1.5%	2.0%	2.5%	3.7%	0.1%	0.5%	1.2%
Software	9.5%	6.3%	6.4%	8.6%	20.3%	23.7%	-3.2%	2.1%	3.4%
Technology Hardware	7.6%	5.9%	4.8%	4.0%	3.8%	2.6%	-1.7%	-0.8%	-1.2%
Telecommunication	3.3%	3.3%	1.7%	1.5%	1.2%	2.1%	0.0%	-0.2%	0.9%
Cyclical	59%	57%	60%	61%	67%	66%	-1.8%	1.0%	-0.3%
Defensive	41%	43%	40%	39%	33%	34%	1.8%	-1.0%	0.3%

Tabelle 15: Vergleich von Kapitalallokation nach Industrien während Schocks, PMI < 45[91]

Anschließend erfolgt eine detaillierte Analyse auf Branchenebene. Hierfür wird ein Vergleich des Prozentsatzes der Transaktionen in jeder Branche während jedes wirtschaftlichen Schocks mit dem Prozentsatz der Transaktionen derselben Branche sechs Monate vor dem Schock durchgeführt. Zur Sicherstellung der direkten Vergleichbarkeit wird verhindert, dass zeitbedingte Vergleichsverzerrungen durch übergewichtete Durchschnitte zustande kommen. Die Ergebnisse für die drei Schocks im Untersuchungszeitraum verdeutlichen gemischte Dynamiken für die meisten Branchen; bestimmte Sektoren weisen jedoch konsistente Reaktionen auf Schocks auf, nämlich Bankwesen, Energie, Versicherung, Materialien, technische Hardware und Life Science. Sowohl Materialien als auch technische Hardware zeigen durchgängig einen reduzierten Transaktionsanteil während Schocks, während die Transaktionen im Bankwesen sowie in der Energie- und der Versicherungsbranche zunehmen.

[91] Basierend auf PMI<45 und einem Zeitraum von 6 Monaten vor dem Schock vs. Schock

10.15772/ANDRASSY.2026.008

	DotCom		GFC		Covid-19		Percentage-point change		
	Before	Shock	Before	Shock	Before	Shock	DotCom	GFC	Covid-19
Automotive	3.7%	3.3%	3.1%	3.4%	2.0%	2.6%	-0.4%	0.3%	0.7%
Banks	1.5%	4.0%	2.6%	3.0%	1.3%	1.6%	2.6%	0.5%	0.3%
Capital goods	3.7%	10.5%	12.8%	8.6%	7.9%	5.0%	6.9%	-4.2%	-2.9%
Commercial Services	12.5%	13.0%	14.6%	13.8%	15.7%	18.7%	0.5%	-0.8%	3.0%
Consumer Durables	6.6%	6.9%	5.5%	7.2%	2.4%	0.8%	0.3%	1.7%	-1.6%
Consumer services	2.2%	3.4%	2.0%	1.9%	1.5%	0.8%	1.2%	-0.1%	-0.7%
Energy	0.7%	0.6%	3.8%	4.4%	3.0%	3.4%	-0.2%	0.6%	0.4%
Food, Beverage & Tobacco	5.1%	3.8%	3.5%	5.7%	2.5%	3.4%	-1.3%	2.2%	0.9%
Healthcare	5.1%	4.6%	5.7%	4.2%	9.1%	11.3%	-0.5%	-1.5%	2.2%
Personal Products	4.4%	3.6%	2.0%	3.3%	2.0%	2.1%	-0.8%	1.3%	0.1%
Insurance	0.7%	1.5%	0.5%	1.5%	1.5%	2.9%	0.8%	1.0%	1.4%
Materials	10.3%	5.9%	9.5%	7.7%	4.6%	2.9%	-4.4%	-1.8%	-1.7%
Media	4.4%	4.0%	5.1%	3.6%	3.6%	2.6%	-0.4%	-1.5%	-0.9%
Life Sciences	2.2%	1.7%	1.5%	2.0%	2.8%	3.7%	-0.5%	0.6%	0.9%
Software	10.3%	6.3%	4.6%	8.6%	22.9%	23.7%	-4.0%	4.0%	0.8%
Technology Hardware	9.6%	5.9%	5.9%	4.0%	3.5%	2.6%	-3.6%	-1.8%	-0.8%
Telecommunication	2.9%	3.3%	1.3%	1.5%	1.4%	2.1%	0.3%	0.2%	0.7%

Tabelle 16: Vergleich der Kapitalallokation nach Industrien während Schocks, PMI < 45[92]

Dieselbe Analyse wird erneut durchgeführt, doch statt den Transaktionsanteil für jeden Schock mit dem Durchschnitt der sechs Monate vor dem Schock zu vergleichen, wird der Durchschnitt auf den drei Monaten vor dem Schock basiert (Tabelle 16). Die Ergebnisse blieben größtenteils konstant, mit den einzigen beobachtbaren Unterschieden im Energiesektor (der Anteil stieg während der GFC und COVID-19, sank jedoch leicht während der DotCom-Pleite), Medien und Unterhaltung (konstanter Rückgang bei 3-Monats-Durchschnitt) sowie Telekommunikationsdiensten (konstanter Anstieg bei 3-Monats-Durchschnitt). Alle anderen Resultate blieben unverändert. Ein Chi-Quadrat-Test bestätigte die Signifikanz auf dem Niveau von p = 0,0056.

Zudem erfolgt eine Gegenüberstellung der Ergebnisse, indem die Spitzenphasen der Schocks analysiert werden und dieselbe Analyse mit einem PMI-Schwellenwert von 43 durchgeführt wird (Tabelle 17). Die branchenspezifischen Dynamiken über die Schocks hinweg blieben für Banken, Energie, Versicherungen, Materialien und technische Hardware unverändert. Die Stärke der Verschiebungen nahm jedoch für mehrere Branchen zu. Materialinvestitionen verschoben sich mit höherer Geschwindigkeit (-5,5 Prozentpunkte, -2,0 Prozentpunkte bzw. -2,7 Prozentpunkte während DotCom, GFC und COVID-19) im Vergleich zum PMI-45-Schwellenwert (-4,4

[92] Basierend auf PMI<45 und einem Zeitraum von 3 Monaten vor dem Schock vs. Schock

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Prozentpunkte, -1,8 Prozentpunkte bzw. -1,7 Prozentpunkte während DotCom, GFC und COVID-19). Ähnliche Ergebnisse ergaben sich für kommerzielle und professionelle Dienstleistungen (+2,0 Prozentpunkte, +0,1 Prozentpunkte, +5,2 Prozentpunkte während DotCom, GFC und COVID-19) im Vergleich zum PMI-45-Schwellenwert (+0,5 Prozentpunkte, -0,8 Prozentpunkte und +3,0 Prozentpunkte während DotCom, GFC und COVID-19). Dies zeigt, dass das Ausmaß der Vermögensumschichtungen bei einigen Branchen mit steigendem Unsicherheitsniveau zunimmt. Die Ergebnisse blieben mit einem Chi-Quadrat-Test auf dem Niveau von p = 0,00369 signifikant.

	DotCom		GFC		Covid-19		Percentage-point change		
	Before	Shock	Before	Shock	Before	Shock	DotCom	GFC	Covid-19
Automotive	3.7%	5.3%	3.1%	3.2%	2.0%	3.2%	1.6%	0.1%	1.2%
Banks	1.5%	3.9%	2.6%	3.0%	1.3%	1.3%	2.5%	0.5%	0.0%
Capital goods	3.7%	7.9%	12.8%	7.3%	7.9%	3.8%	4.2%	-5.5%	-4.1%
Commercial Services	12.5%	14.5%	14.6%	14.6%	15.7%	20.9%	2.0%	0.1%	5.2%
Consumer Durables	6.6%	4.8%	5.5%	7.3%	2.4%	0.0%	-1.8%	1.8%	-2.4%
Consumer services	2.2%	2.6%	2.0%	1.7%	1.5%	0.6%	0.4%	-0.3%	-0.9%
Energy	0.7%	1.3%	3.8%	4.7%	3.0%	4.4%	0.6%	0.9%	1.4%
Food, Beverage & Tobacco	5.1%	3.9%	3.5%	6.1%	2.5%	2.5%	-1.2%	2.6%	0.0%
Healthcare	5.1%	3.5%	5.7%	4.4%	9.1%	10.8%	-1.6%	-1.3%	1.7%
Personal Products	4.4%	4.8%	2.0%	3.5%	2.0%	1.9%	0.4%	1.5%	-0.1%
Insurance	0.7%	1.3%	0.5%	1.7%	1.5%	1.9%	0.6%	1.1%	0.4%
Materials	10.3%	4.8%	9.5%	7.5%	4.6%	1.9%	-5.5%	-2.0%	-2.7%
Media	4.4%	4.4%	5.1%	3.8%	3.6%	2.5%	0.0%	-1.3%	-1.0%
Life Science	2.2%	1.3%	1.5%	2.1%	2.8%	3.8%	-0.9%	0.7%	1.0%
Software	10.3%	9.2%	4.6%	8.2%	22.9%	27.2%	-1.1%	3.6%	4.3%
Technology Hardware	9.6%	6.6%	5.9%	4.0%	3.5%	3.2%	-3.0%	-1.9%	-0.3%
Telecommunication	2.9%	3.5%	1.3%	1.5%	1.4%	1.9%	0.6%	0.2%	0.5%

Tabelle 17: Vergleich der Kapitalallokation nach Industrien während Schocks, PMI < 43

Die Ergebnisse bestätigen Hypothese II; das heißt, dass PE-Fonds ihre Investitionen während wirtschaftlicher Schocks tendenziell auf bestimmte Branchen verlagern oder von diesen abziehen.

Die Analyse wird auf die Teilmengen zyklischer vs. defensiver Branchen erweitert, um zu untersuchen, ob GPs während wirtschaftlicher Unsicherheit defensive Branchen bevorzugen. Der Pearson-Chi-Quadrat-Wert von 63,471 (Tabelle 19, signifikant auf dem Niveau von p <0,001). Der relative Anteil defensiver Transaktionen steigt während Schockphasen jedoch nur geringfügig, zyklische Transaktionen bilden weiterhin die Mehrheit. Es ist zu beachten, dass vorteilhafte Bewertungsniveaus diese Präferenz

10.15772/ANDRASSY.2026.008

nicht erklären, da der durchschnittliche EBITDA-Multiplikator für zyklische Branchen während Schocks bei 10,2 x liegt, verglichen mit 10,3 x für defensive Branchen.

	Overview		
	No-Shock	Shock	Total
Cyclical	31,589	1,036	32,625
Defensive	17,983	653	18,636
n/a	2,202	8	2,210
Total	51,774	1,697	53,471

Tabelle 18: Verteilung von zyklischen und defensiven Transaktionen während Schocks

	Chi-Square test		
	Pearson Chi-Square	Likelihood ratio	N
Value	63.471	97.733	53,471
Degrees of Freedom	2.000	2.000	-
Asymp. Significance (2-sided)	-	-	-

Tabelle 19: Chi-Quadrat-Test zur Präferenz von defensiven Industrien während Schocks

Basierend auf dieser Analyse wird Hypothese III verworfen, da während eines wirtschaftlichen Schocks keine substanzielle Steigerung der Kapitalanteile von zyklischen gegenüber defensiven Branchen besteht, verglichen mit regulären Marktphasen.

10.15772/ANDRASSY.2026.008

ANOVA					
	Sum of squares	Degrees of freedom	Mean square	F	Significance
EBITDA multiple					
Between Groups	0.73	2	0.360	0.010	0.99
Within Groups	4,785	135	35.45	-	-
Total	4,786	137	-	-	-
Deal Value					
Between Groups	1,668,513	2	834,256	1,662	0.19
Within Groups	492,433,299	981	501,970	-	-
Total	494,101,812	983	-	-	-

Tabelle 20: ANOVA-Test für EBITDA-Multiple und Transaktionswert und Regionen

Die Ergebnisse werden zusätzlich hinsichtlich regionaler Unterschiede kontrolliert. Hierfür werden die Transaktionen nach Regionen (EMEA, Americas, APAC) sortiert. Es werden zwei ANOVAs durchgeführt (Tabelle 20), eine für den EBITDA-Multiplikator, die andere für den Dealwert. Für den EBITDA-Multiplikator liegt die F-Statistik bei 0,01 mit einem p-Wert von 0,99. Da der p-Wert die Signifikanzgrenze von 0,05 übersteigt, kann daraus geschlossen werden, dass kein statistisch signifikanter Unterschied zwischen den EBITDA-Multiplikatoren in den Regionen besteht. Ähnliche Ergebnisse zeigen sich beim Dealwert: p = 0,19 überschreitet die Signifikanzgrenze, weshalb kein signifikanter Unterschied zwischen den Transaktionsgrößen in den Regionen festgestellt werden kann.

Zusätzlich werden Kontrollmaßnahmen hinsichtlich der Transaktionsgrößen angewendet. Hierfür werden Transaktionen analysiert, bei denen Megafund-Investoren beteiligt waren. Die zugrundeliegenden Daten sind in einer Übersicht in Tabelle 21 zusammen geführt, entlang der Schocks. Zunächst war zu prüfen, ob ihre Investitionsentscheidungen mithilfe von Chi-Quadrat-Tests (Tabelle 22) für Megafunds über alle drei großen wirtschaftlichen Schocks seit 1998 bewertet werden können. Innerhalb der DotCom-Krise war ein Megafund an 28 von 617 Transaktionen beteiligt; während der globalen Finanzkrise waren es 58 von 795, und während COVID-19 war in 31 von 380 Transaktionen ein Megafund involviert (Tabelle 21).

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Megafund * Shock Crosstabulation

	Shock-I	Shock-II	Shock-III	Total
No	589	737	349	1675
Yes	28	58	31	117
Total	617	795	380	1792

Tabelle 21: Verteilung von Megafund-Transaktionen während Schocks

Das Ergebnis des Chi-Quadrat-Tests beträgt 6,5 bei zwei Freiheitsgraden (Signifikanz bei einem p-Wert von 0,04). Ein anschließender Likelihood-Ratio-Test ergibt 6,7 (zwei Freiheitsgrade, Signifikanz bei einem p-Wert von 0,03, Tabelle 22). Ein weiterer Linear-by-linear-Assoziationstest liefert 5,8 (p-Wert bei 0,02, Tabelle 22). Alle Tests zusammengenommen deuten darauf hin, dass eine signifikante Korrelation zwischen Megafund-Transaktionen und Schocks besteht.

Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	6.425[a]	2	.040
Likelihood Ratio	6.735	2	.034
Linear-by-Linear Association	5.788	1	.016
N of Valid Cases	1792		

Tabelle 22: Pearson Chi-Quadrat und Likelihood Ratio für Megafund-Transaktionen

Abschließend wird eine Kontrollvariable für Konsortialgeschäfte aufgenommen, und zwar in Form der Kreuzkodierung von Konsortialgeschäften als binärer Variable sowie von Industrie-Archetypen. Ein Chi-Quadrat-Testwert von 368 mit $p < 0{,}001$ in Kombination mit einem Likelihood-Test von 330 und einem p-Wert von $< 0{,}001$ zeigt, dass eine signifikante Korrelation zwischen Konsortien und Industrie-Archetypen besteht.

Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	.236[a]	2	.888
Likelihood Ratio	.237	2	.888
Linear-by-Linear Association	.120	1	.729
N of Valid Cases	1792		

Tabelle 23: Chi-Quadrat-Test zu Konsortiendeals und Schocks

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Zusätzlich wurde ein Chi-Quadrat-Test zu Konsortiendeals und Schocks durchgeführt. Ein Chi-Quadrat-Wert von 0,236 (Tabelle 23), ein p-Wert von 0,88 sowie ein entsprechender Likelihood-Ratio-Test von 0,236 mit p = 0,88 (Tabelle 23) verdeutlichen, dass keine Korrelation zwischen Schocks und Konsortialgeschäften besteht.

Die Analyse stützt nicht die Hypothese von Haarmeyer (2020) über einen allgemeinen Trend zur Investition in defensive Industrien während wirtschaftlicher Schocks. Dasselbe gilt für Musatova (2009), deren Ergebnisse sich jedoch hauptsächlich auf Russland beziehen; Präferenzen für Transaktionen in zyklischen gegenüber defensiven Industrien auf Länderebene wurden nicht analysiert.

Eine Verschiebung hin zu defensiven Branchen in Zeiten wirtschaftlicher Schocks erscheint plausibel, da diese Sektoren eine höhere Vorhersagbarkeit der Cashflows und eine geringere Volatilität als zyklische Branchen aufweisen. Jedoch unterscheiden sich die Dynamiken einzelner Branchen zwischen den Schocks. Bspw. wurde die Finanzbranche während der globalen Finanzkrise stark getroffen; ihre Cashflows blieben jedoch während der COVID-19-Pandemie relativ stabil. Dies stimmt mit den Erkenntnissen von Arundale und Mason (2020) überein, die zeigen, dass sich Investoren während eines Schocks von den am stärksten betroffenen Sektoren – seien sie zyklisch oder defensiv – fernhalten. Bemerkenswerterweise stieg der Anteil der Deals in zyklischen Branchen trotz der Schocks kontinuierlich an. Dies könnte darauf hindeuten, dass General Partner ihr Investitionsverhalten angepasst haben, um volatilere Branchen zu bevorzugen, aufgrund ihrer überlegenen Renditen über die Zeit. Es könnte jedoch auch implizieren, dass General Partner positive Erfahrungen mit Investitionen in volatile Branchen während Schocks gemacht haben, möglicherweise bei niedrigeren Bewertungen, die es ihnen erlaubten, signifikante Renditen in der Zeit nach den Schocks zu realisieren (‚buy low, sell high'). Gompers, Kaplan und Mukharlyamov (2022) sowie Chen, Yang und Zhang (2021) beobachteten während der COVID-19-Pandemie einen Anstieg der Investitionen in den IT- und den Gesundheitssektor, was nicht überraschend ist, da Unternehmen in diesen Branchen – aufgrund der gestiegenen globalen Nachfrage nach Gesundheitsdienstleistungen sowie nach Fernkonnektivität und Heimentertainment – von der Pandemie profitierten. Im Gegensatz zu den hier vorgelegten Ergebnissen konstatieren Gompers, Kaplan

10.15772/ANDRASSY.2026.008

und Mukharlyamov (2022) reduzierte Investitionen in der Energiebranche, was jedoch relativiert werden sollte. Die Resultate zeigen, dass PE-Fonds dazu tendieren, Kapital in Energieinvestitionen umzuschichten; dies taten sie auch während des COVID-19-Schocks. Einige Unterkategorien des Energiesektors (z. B. Öl & Gas) gerieten in diesem Zeitraum jedoch unter erheblichen Druck, während andere (z. B. erneuerbare Energien und Energieverteilung) positive Dynamiken aufweisen.

Darüber hinaus kann angenommen werden, dass bestimmte Branchen von GPs während aller drei hier betrachteten Schocks konstant bevorzugt wurden, was darauf hindeutet, dass Investoren sie als sichere Häfen in Zeiten wirtschaftlicher Unsicherheit ansehen. Ferner zeigt sich, dass sich bei zwei Branchen (Materialien sowie technische Hardware) der Anteil an den Transaktionen während der Schockperioden durchgängig reduziert hat, was impliziert, dass sie in allen Schocks als unattraktiv gelten.

GPs müssen ihre Portfolioallokation, den Fondszeitplan, ihre Risikopräferenz sowie die Ausrichtung ihrer übergeordneten Anlagestrategie überprüfen und sich an die veränderten wirtschaftlichen Aussichten anpassen. Schocks bieten Chancen für GPs mit branchenspezifischer Spezialisierung in unerwünschten Branchen. Unter finanziellem Stress stehende Unternehmen suchen häufig vorübergehende finanzielle Unterstützung und akzeptieren dabei Bedingungen, die für Investoren vorteilhaft sind, um schwierige Zeiten zu überbrücken. GPs müssen Formate jenseits traditioneller LBOs in Betracht ziehen. Eigenkapitalplatzierungen und flexible Fremdkapitalmodelle erfüllen diese Anforderungen. Während Schockphasen behalten GPs mit Industriespezialisierung ihre Fähigkeit, die besten Zielobjekte unter Aspekten der Wertschöpfung auszuwählen. In Kombination mit reduzierten Eintrittsbewertungen ergeben sich attraktive Bedingungen für Investitionen. Verschiebungen in den Investitionsstrategien erfordern insbesondere in turbulenten Zeiten, dass LPs ihre kurzfristige Risikopräferenz und den Investmentzeitplan anpassen (d. h., wenn bspw. ein Fonds bereits vier Jahre läuft und im nächsten Jahr an die GPs zurückgezahlt werden soll, sind zusätzliche Investitionen in schrumpfenden Sektoren schwer zu rechtfertigen). Die Verlängerung der Auszahlungsperiode um zwei bis drei Jahre überbrückt jedoch kurzfristigen Druck und erschließt zusätzliche mittel- bis langfristige Renditen.

10.15772/ANDRASSY.2026.008

LPs müssen ihre eigene Risikopräferenz, den Zeitplan der Kapitalausschüttung und ihre Rolle neu bewerten und sollten ihre Beteiligung sowie Unterstützung für GPs prüfen. Kurzfristige Kapitalausschüttungen aus Fonds mit branchenspezifischem Engagement in schwächelnden Sektoren führen zu erheblichen Einbußen bei der Profitabilität. LPs sollten die Investitionsentscheidungen der GPs kritisch hinterfragen und folgende Frage evaluieren: Platzieren GPs bestimmte Investitionen, um potenzielle Vorteile zu nutzen (d. h. attraktive Investitionen in schrumpfenden Branchen, die sie aufgrund ihrer Sektorexpertise identifizieren und entwickeln können), oder folgen sie in Zeiten der Unsicherheit den allgemeinen Trends vermeintlich stabiler Branchen? Wirtschaftliche Schocks erfordern daher eine enge Zusammenarbeit zwischen LPs und GPs.

Letztlich sollten Unternehmen aus den Bereichen der Materialien sowie der technischen Hardware, die während eines wirtschaftlichen Schocks externe Finanzierung benötigen, bei der Kapitalbeschaffung andere Quellen als Private Equity anstreben oder deutlich höhere Prämien akzeptieren.

Das frühzeitige Erkennen von Schocks sowie ein schnelleres Handeln als andere Fonds bei sektorspezifischen Investitionen kann GPs einen Wettbewerbsvorteil verschaffen. Der Vergleich des Rückgangs der EBITDA-Multiplikatoren (Bewertungen) mit den Reduktionen der Dealwerte zeigt, dass Letztere stärker fallen (−31 % gegenüber −11 % bei EBITDA-Multiplikatoren), was zwei Dinge impliziert: Erstens verringert sich die Dealgröße teilweise, weil GPs bei einer Verschlechterung der wirtschaftlichen Aussichten Targets mit niedrigeren Bewertungen ansetzen. Zweitens sinkt die durchschnittliche Transaktionsgröße, da Investoren während Phasen wirtschaftlicher Schocks kleinere Transaktionen bevorzugen, um die Diversifizierung zu verbessern und ‚Clustering'-Risiken zu mindern.

Der Rückgang der EBITDA-Multiplikatoren während Schockperioden zeigt, dass Investoren bei wirtschaftlicher Stabilität den Zielunternehmen höhere Bewertungen zuweisen, was vermutlich auf bessere Wachstumsaussichten zurückzuführen ist. Dies ist insbesondere für Unternehmen in wachstumsstarken Branchen wie Software und für General Partner (GPs), die sich auf diese Sektoren spezialisieren, relevant, da

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Abschwünge Bewertungen und die entsprechende Exit-Planung erheblich beeinflussen.

5.3 Diskussion und Ausblick

Private-Equity-Investitionen sind empfindlich gegenüber Schocks; die Forschung hierzu besteht jedoch überwiegend aus anekdotischen Belegen. Auf Basis der analysierten PE-Transaktionen im Verlauf dreier Schocks werden Energie, Banken, Versicherung und Life Science als Sektoren identifiziert, die ihren Anteil während Schocks konstant erhöhen, was darauf hindeutet, dass Investoren sie als sichere Häfen betrachten. Im Gegensatz dazu reduzieren die Bereiche *Materialien* und *technische Hardware* durchgängig ihren Anteil. Daraus lassen sich folgende Schlüsse ziehen:

Schocks schaffen Chancen für GPs, insbesondere für jene, die sich auf Materialien und technische Hardware spezialisieren. Kurzfristige Exits nehmen ab, ebenso wie der Wettbewerb. Die Fähigkeit, Investitionen zu identifizieren und schnell zu handeln, ist entscheidend. Die Nutzung dieser Chancen erfordert von GPs, ihre Portfolioallokation, den Fondszeitraum, das Risikoprofil sowie die Ausrichtung an der übergeordneten Anlagestrategie neu zu gestalten. GPs mit Vermögenswerten in den Bereichen *Energie*, *Bankwesen*, *Versicherung* und *Life Science* müssen ihre Exit-Strategien angesichts des kurzfristigen Interesses von Finanzinvestoren überprüfen.

Für LPs eröffnet Flexibilität hinsichtlich des Anlagehorizonts und der Kapitalverteilung während eines Schocks zusätzliche mittel- bis langfristige Renditechancen, insbesondere wenn die GPs sich auf schwächelnde Branchen spezialisiert haben. LPs sollten jedoch Generalist-GPs kritisch gegenüberstehen und eine Überallokation von Kapital in vermeintliche ‚Sicherer-Hafen'-Branchen hinterfragen.

Unternehmen aus den Bereichen *Materialien* und *technische Hardware*, die während eines Schocks eine Finanzierung suchen, müssen sich auf andere Quellen als PE konzentrieren oder gesteigerte Renditeerwartungen akzeptieren. Zusätzlich wird diesen Unternehmen empfohlen, industriespezialisierte Investoren anzusprechen und ihr Wertangebot bezüglich des Potenzials zur Wertschöpfung zu gestalten.

10.15772/ANDRASSY.2026.008

6 Leitfadengestützte Experteninterviews

6.1 Untersuchungsmethodik und Datengrundlage

Auf Basis der Zielsetzung dieser Dissertation wurden Experteninterviews als geeignetes Untersuchungsformat inkludiert, da neben statistischen Zusammenhängen auch die zugrunde liegenden Logiken und Kalküle ergründet werden sollen. Experteninterviews sind besonders zweckmäßig, wenn es darum geht, Abwägungsprozesse und kontextbezogene Überlegungen zu erfassen. Sie erfüllen eine komplementäre Funktion zu den vorangegangenen statistischen Auswertungen und der Literaturanalyse.

Experteninterviews gehören zu den etabliertesten und am häufigsten angewandten Untersuchungsmethoden der qualitativen Sozialforschung. Sie werden genutzt, um komplexe Thematiken und kontextabhängige Entscheidungen analysieren zu können (Bogner, 2014), und ermöglichen eine Einordnung, Reflexion sowie Kontextualisierung von Hypothesen. Im Rahmen dieser Dissertation schaffen sie die Voraussetzungen für eine Verifizierung und Erklärung der Ergebnisse der Datenauswertung sowie die Einbeziehung einer praxisrelevanten Perspektive (Meuser & Nagel, 2009). Darüber hinaus erlauben explorative Aspekte von Interviews, bislang weniger beachtete Einflussfaktoren und Zusammenhänge zu vertiefen (Eisenhardt, 1989).

Ein zentrales Gütekriterium in der konzeptionellen Planung von Experteninterviews ist das Zusammenstellen eines geeigneten Expertenpanels. Vor dem Hintergrund des Untersuchungsobjektes und korrespondierender Forschungsfragen wurden zwei Zielgruppen identifiziert: Private-Equity-Investoren (1. Präferenz) sowie Dienstleister und Berater der Private-Equity-Industrie[93] (2. Präferenz). Insgesamt wurden 17 Interviews mit Experten geführt, darunter elf mit Investoren und sechs mit Beratern. Die Anzahl der Gespräche wurde nach der Thematic Saturation bestimmt. Nach dem fünfzehnten Interview wurden keine neuen, substanziellen Erkenntnisse mehr gewonnen; daher wurden noch zwei weitere Gespräche zur Bestätigung geführt und die Interviews anschließend beendet. Die Gewichtung stellt eine ausreichende

[93] Dies umfasst bspw. Unternehmensberater, Investmentbanker sowie Anwälte, welche direkt an Transaktionen für Private Equity Investoren arbeiten und somit Anpassungen bzw. Veränderungen während Krisenzeiten nachvollziehen können

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Repräsentation von Investoren im Panel sicher. Die Auswahl der Experten erfolgte über den Ansatz des Purposive Sampling (vgl. Patton, 2015). Dieser setzt voraus, dass Experten basierend auf einzigartigen Charakteristika oder Fachkenntnissen, die besonders relevant für die Untersuchung sind, ausgewählt wurden (Tabelle 24). In diesem Fall erfolgte die Auswahl der Interviewpartner auf Grundlage ihrer Expertise und ihrer Erfahrungen im Private-Equity-Umfeld.

#	Gruppe	Sub-Gruppe	Position
1	Berater	Strategieberater	Engagementer Manager
2	Berater	Strategieberater	Partner
3	Berater	Strategieberater	Partner
4	Berater	Strategieberater	Partner
5	Berater	Strategieberater	Partner
6	Berater	Finanzierungsberater	Director
7	Investor	Private Equity	Senior Associate
8	Investor	Private Equity	Senior Associate
9	Investor	Private Equity	Investment Director
10	Investor	Private Equity	Senior Associate
11	Investor	Private Equity	Senior Associate
12	Investor	Private Equity	Investment Manager
13	Investor	Private Equity	Investment Manager
14	Investor	Private Equity	Investment Director
15	Investor	Private Equity	Partner
16	Investor	Venture Capital	Partner
17	Investor	Venture Capital	Partner

Tabelle 24: Übersicht der interviewten Experten

Die ausgewählten Experten mussten zu diesem Zweck zum einen ausreichend Erfahrung im relevanten Forschungsfeld haben sowie zum anderen auf der persönlichen Ebene gewillt sein, diese Erfahrungen in umfassender Weise zu teilen bzw. offene und fundierte Einschätzungen zu inhaltlich relevanten Sachverhalten zu geben.

10.15772/ANDRASSY.2026.008

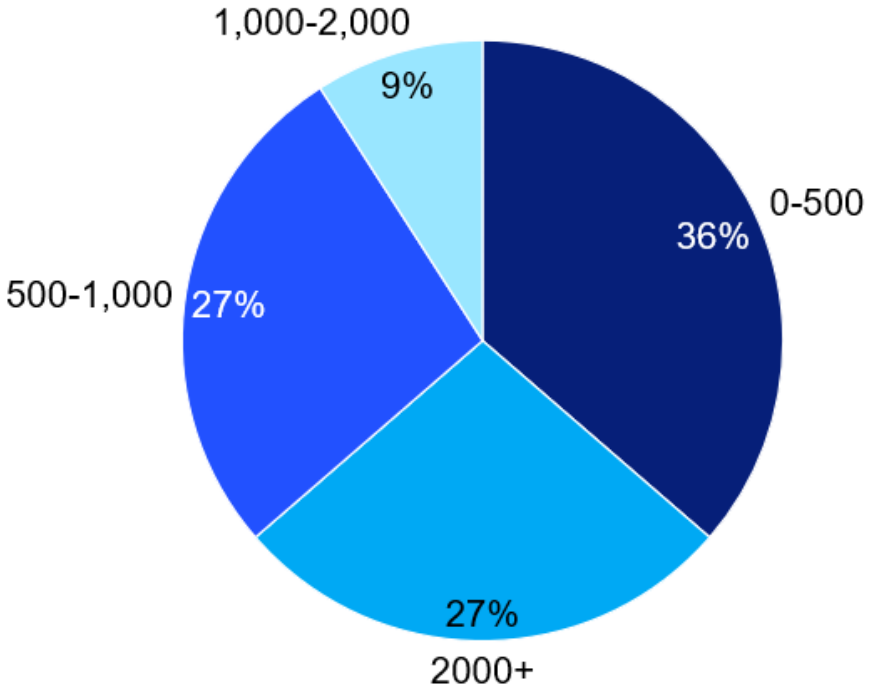

Tabelle 25: Verteilung der Experten entlang von Fondsgrößen (gemessen an AuM)

Als Interviewformat wurde ein semistrukturiertes Leitfadengespräch ausgewählt. Dieses Format ermöglicht zum einen die standardisierte Befragung von Experten und eine direkte Vergleichbarkeit ihrer Antworten zu zentralen Kriterien, lässt aber gleichzeitig ausreichend Flexibilität, um neue Aspekte und besondere Kompetenzbereiche eines Experten ausreichend zu vertiefen (Kallio et al., 2016). Die vertretenden Größenklassen können in Tabelle 25 nachvollzogen werden.

Bei der Entwicklung des Leitfadens wurde eine Reihe von Gütekriterien eingehalten. Die relevanten Kategorien und Fragen wurden direkt aus der Literatur abgeleitet (gemäß Wehking, 2023). Fragen wurden bewusst offen formuliert, um den Experten hohe Gestaltungsspielräume bei ihren Antworten zu ermöglichen und das Nennen neuer Erkenntnisse zu fördern. Nach der initialen Erstellung des Fragebogens wurde dieser im Zeitraum von Mai bis Juli 2024 insgesamt vier iterativen Pre-tests unterzogen (vgl. Castillo-Montoya, 2016), um Validität, Verständlichkeit und Konsistenz zu verbessern. Nach jedem Pre-test und der Reflexion mit dem jeweiligen Probanden wurden inhaltliche und sprachliche Anpassungen am Fragebogen vorgenommen. Die iterative Entwicklung des Fragebogens entlang der Pre-testrunden kann im Anhang

10.15772/ANDRASSY.2026.008

nachvollzogen werden; dort sind die verschiedenen Versionen inkl. der Änderungen enthalten.

Die Befragung der Experten fand im Zeitraum vom 6. August 2024 bis zum 26. Juni 2025 statt. Die Datenerhebung benötigte mehrere Monate und hohen Aufwand, um im Sinne des Purposive Sampling (Patton, 2015) gezielt Experten mit umfangreichem Fachwissen und Erfahrung im Private-Equity-Bereich rekrutieren zu können. Die Expertise wurde vorher auf Basis des Lebenslaufes validiert. Experten wurden sowohl über persönliche Ansprache rekrutiert als auch über die Karriereplattform LinkedIn. Es wurden insgesamt 39 Nachrichten über LinkedIn versendet, über die drei Experteninterviews vereinbart werden konnten. Alle Gespräche wurden digital auf *Zoom* und *Teams* geführt, aufgrund der großen lokalen Distanz zwischen Interviewer und Experten. Bis auf kurze Unterbrechungen durch zeitweise instabile Internetverbindungen liefen die Interviews störungsfrei ab.

Die Befragung, Transkription und Auswertung aller Gespräche fand durch eine Person, den Autor der Dissertation, statt. Dadurch ergibt sich eine gewisse Unschärfe, da bspw. Kodierungen nicht doppelt validiert wurden. Aufgrund von detaillierten Vorarbeiten, bspw. im Zuge vorangegangener Publikationen und der Erstellung des Fragebogens, bestand beim Interviewer bereits ein Vorwissen über die Materie, was auf der einen Seite eine mögliche Voreingenommenheit nicht vollständig ausschließbar macht, auf der anderen Seite jedoch gezielte Rückfragen und Vertiefungen erlaubte. Der Forscher hat im Sinne reflexiver Forschung seine Rolle regelmäßig kritisch betrachtet (vgl. Berger, 2015).

Die Auswertung der Experteninterviews wird anhand einer qualitativen Inhaltsanalyse nach Kuckartz (2012) vorgenommen. Der Ansatz eignet sich sowohl für Auswertungen, die auf bestehenden konzeptionellen Konstrukten basieren, als auch für solche mit im Erhebungsverlauf neu entstehenden, weniger erforschten Aspekten.

Die Hauptkategorien, die Kuckartz (2012) voraussetzt, wurden zunächst deduktiv, basierend auf der systematischen Literaturanalyse und den dabei entwickelten Forschungshypothesen für inhaltliche Anpassungen der Investitionsstrategie während

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Schocks übernommen[94]. Im Verlauf der Kodierung wurden diese ersten Hauptkategorien induktiv durch weitere Aspekte ergänzt, die sich aus den Experteninterviews ergeben haben. Bei den hinzugefügten Hauptkategorien handelt es sich vor allem um Aspekte, die direkt mit der zugrunde liegenden Forschungsfrage verbunden sind: Irrationalitäten bei Investoren (Behavioral Finance) sowie die übergreifende Frage nach einem Überprüfen und Verändern von zentralen Aspekten der Investitionsstrategie. Die beiden Kategorien wurden mit der Intention aufgenommen, eine direkte Einschätzung von Experten während der Gespräche erhalten zu können. Der schematische Ablauf in Abb. 18 und Abb. 19 abgebildet.

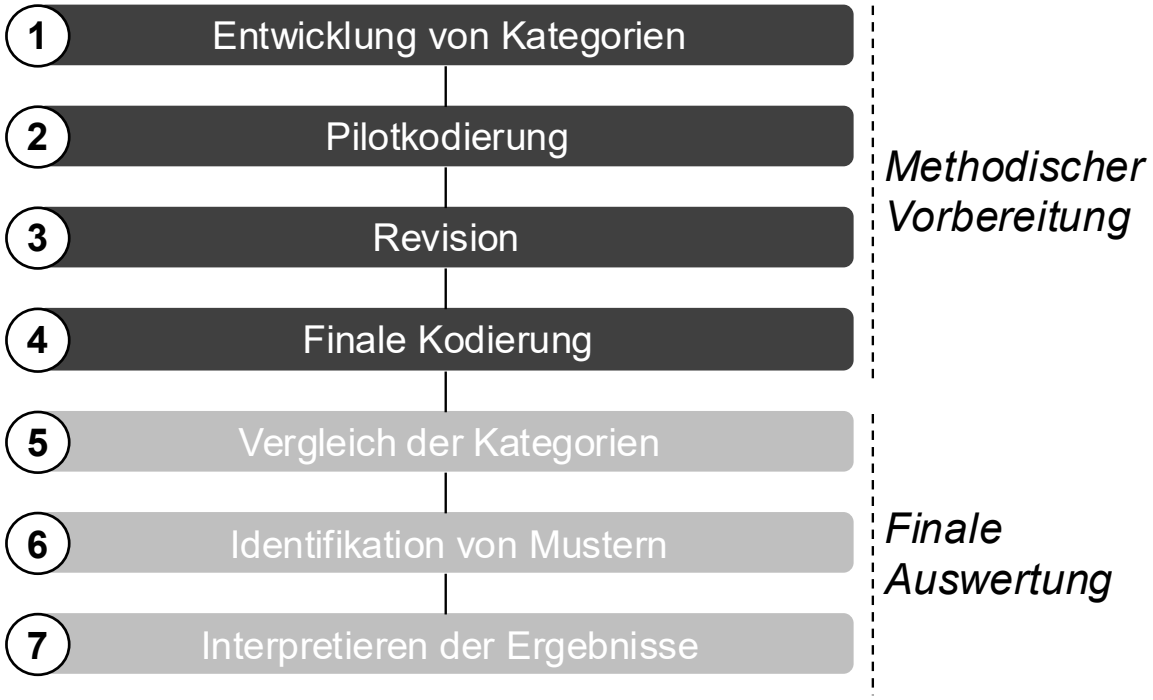

Abbildung 18: Methodischer Ablauf der Auswertung der Experteninterviews

Die Analyse folgt daher einem deduktiv-induktiven Ansatz, der sowohl die systematische Überprüfung bestehender Hypothesen als auch die Identifikation neuer Sachzusammenhänge abdeckt.

[94] Wichtig ist anzumerken, dass die Kategorie von Expansionsinvestitionen nach der Literaturanalyse nicht weiter aufgenommen wurde, aufgrund von geringer Relevanz und der Aspekt der Strategieanpassungen in Portfoliounternehmen als Sub-Kategorie in die Hauptkategorie der „Operativen Arbeit“ integriert wurde

10.15772/ANDRASSY.2026.008

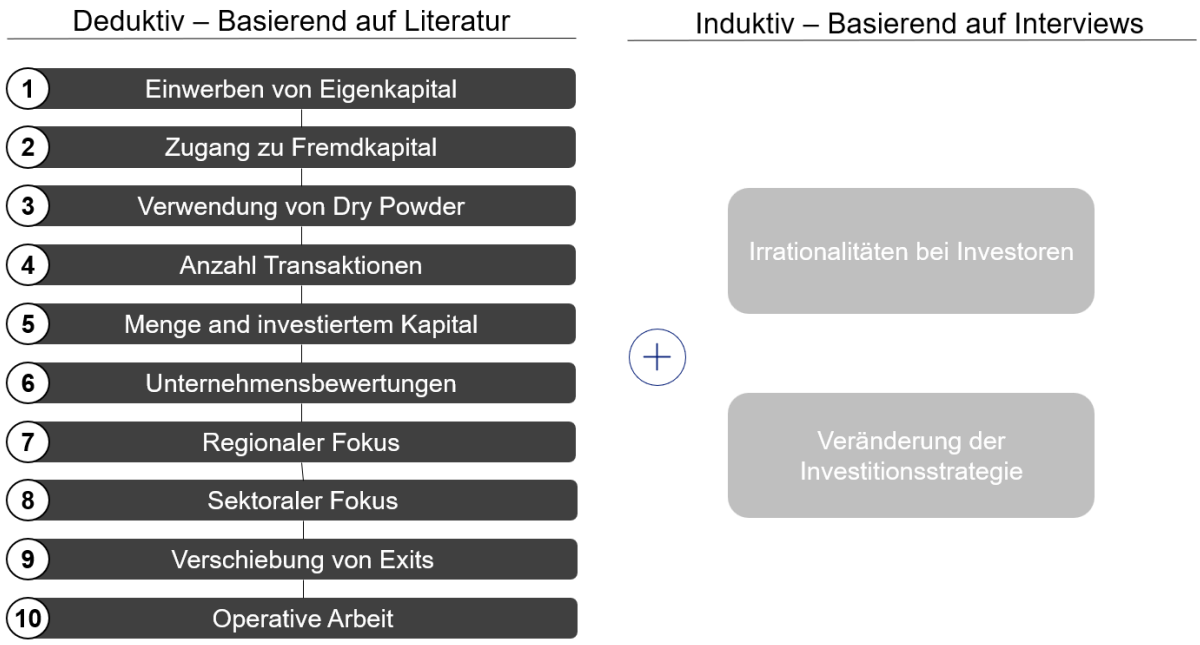

Abbildung 19: Inhaltliche Operationalisierung der Experteninterviews

Die Hauptkategorien wurden zunächst in binäre Subkategorien heruntergebrochen (‚nimmt zu' / ‚nimmt ab'). Dies folgt der Logik, entlang der Hauptkategorien Trends abzuleiten, um diese mit den Ergebnissen der Literatur- und der statistischen Datenanalyse kontrastieren zu können. Die binären Subkategorien wurden in einem weiteren Schritt noch einmal in inhaltliche Ausprägungen heruntergebrochen und präzisiert, um zu erfassen, welche Veränderung konkret eingesetzt hat und ggf. wie diese ausdetailliert war (die letztere Differenzierung wurde über eine weitere inhaltliche Subkategorienebene realisiert, wie in der Abbildung 20 veranschaulicht).

10.15772/ANDRASSY.2026.008

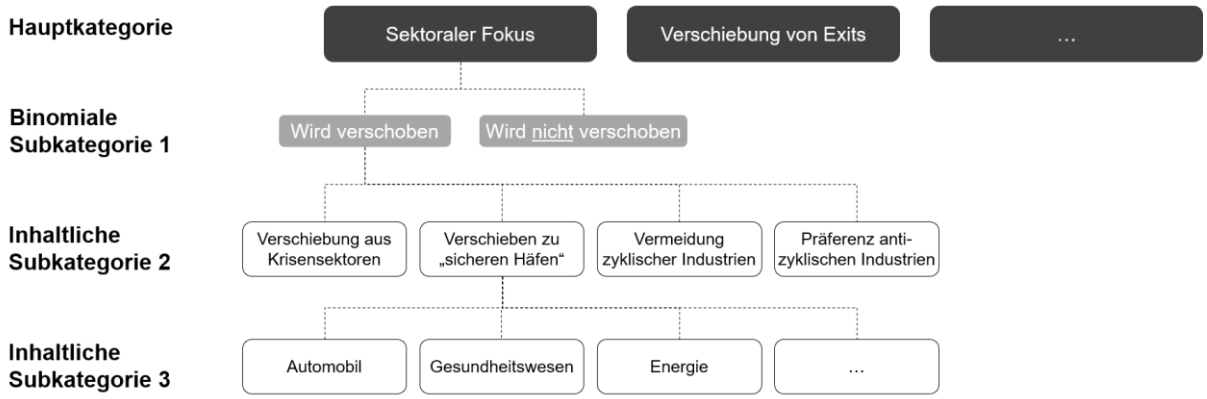

Abbildung 20: Operationalisierung der Kategorienbildung

Die anschließende Kodierung der Interviews erfolgte in mehreren Schritten. In der ersten Iteration wurden die deduktiven Hauptkategorien zugeordnet und hinsichtlich vollständiger Abdeckung und gegenseitiger Ausschlussfähigkeit geprüft. Nicht direkt zuordenbare Themenkomplexe wurden um neu geschaffene induktive Subkategorien ergänzt und diesen zugewiesen. Die so konsolidierten Ergebnisse aus den Interviews wurden im Folgenden weiter verdichtet und interpretiert. Zunächst fand eine quantitative Auswertung von Häufigkeiten statt. Hierbei wurden die Nennungen von Experten einzelnen Subkategorien einfach zugeordnet und gezählt. Kategorien, die einen hohen Zustimmungsgrad erreichten bzw. in vielen Interviews zur Sprache kamen, wurden entsprechend interpretiert. Zur Auswertung und Kodierung wurde ebenso wie zur systematischen Organisation der Interviews, Übersetzung in Transkripte, Dokumentation und Sicherung der Nachvollziehbarkeit des Kodierungsprozesses die Analysesoftware MAXQDA eingesetzt. Zur Qualitätssicherung der Auswertung wurde auf eine Rekodierung nach einigen Wochen zurückgegriffen.

6.2 Empirische Ergebnisse

H1: *Entwicklung der Transaktionsaktivität während eines Schocks*

Die Experten nehmen übergreifend einen Rückgang der Transaktionsaktivität und der Anzahl der Übernahmen während eines Schocks wahr.

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Von den 17 befragten Experten haben 16 eine Einschätzung zur Entwicklung der Transaktionsaktivität von Private-Equity-Investoren während eines ökonomischen Schocks abgegeben. Alle 16 stimmen der These zu, dass die Transaktionsaktivität im Verlauf eines Schocks sinkt (Abb 21.).

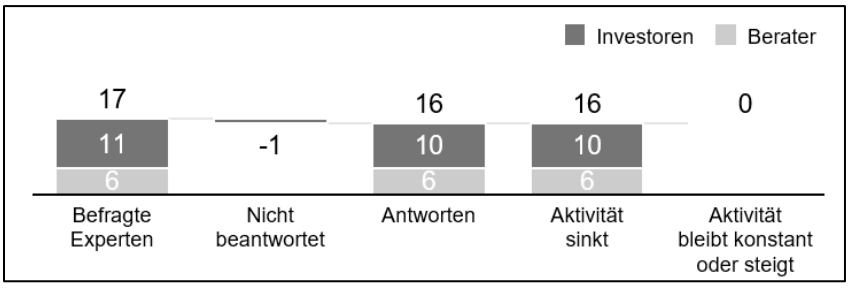

Abbildung 21: Experteninterviews: Verteilung der Antworten für H1

> *„Wir reduzieren unsere Aktivitäten bei den Transaktionen erstmal sehr deutlich aufgrund des neuen Marktumfeldes und schauen uns erstmal sehr genau an: Hey, was passiert hier eigentlich? Während COVID-19 hat man z. B. gesehen, dass die Investoren erstmal 3–4 Monate gebraucht haben, um das Ganze zu verdauen, und anschließend gingen auch wieder die Transaktionen hoch. Wenn auch langsam.“* (Senior Investment Manager, Private-Equity-Fonds)

Kein Experte teilte die Einschätzung, dass die Aktivität konstant bleibt oder steigt. Aufgrund der hohen Zustimmungsquote, in Kombination mit nicht erfolgtem Widerspruch, stützen die Interviewergebnisse damit Hypothese 1. Dieses Ergebnis aus den Experteninterviews zu einer Reduktion der Aktivitäten deckt sich mit den Erkenntnissen aus der systematischen Literaturanalyse sowie der statistischen Datenanalyse.

„Als es mit COVID-19 damals los ging, hatten wir zwei Prozesse aktiv am Laufen und standen kurz vor Abschluss. Die haben wir dann erstmal länger auf Eis gelegt, auch da wir uns nicht mehr sicher waren, was die Bewertung und den Geschäftsausblick anging. Am Ende haben wir die Transaktionen nicht mehr realisiert, auch als es im Markt wieder etwas bergauf ging. Da war das Momentum einfach weg.“ (Senior Associate, Private-Equity-Fonds)

10.15772/ANDRASSY.2026.008

H2: *Entwicklung der Bewertung von Übernahmekandidaten*

Die Experten stellen übergreifend einen Rückgang der Unternehmensbewertungen während eines Schocks fest.

Insgesamt beantworteten 14 der 17 Experten (Abb. 22) die Frage nach der Entwicklung der Bewertung von Unternehmen bei Übernahmen. 13 von 14 sprechen von einem Sinken der Bewertungen, während ein Experte aus seiner Erfahrung keine Veränderung oder ein Steigen in den Bewertungen sieht.

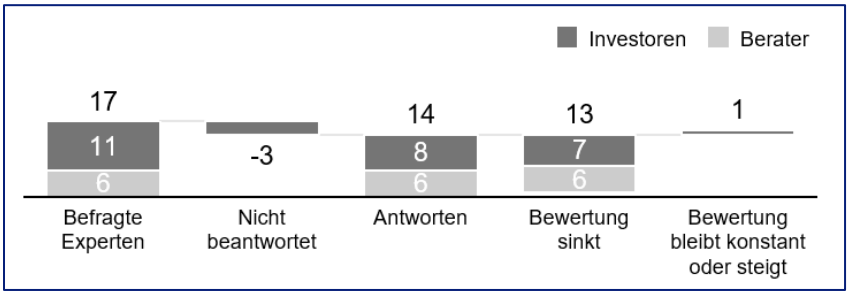

Abbildung 22: Experteninterviews: Verteilung der Antworten für H2

Aufgrund der hohen Zustimmungswerte innerhalb der Expertengruppe besteht damit Evidenz für Hypothese 2.

Die Experten beschreiben, dass eine Reduktion der Bewertungen häufig durch die Unsicherheit im Marktausblick getrieben wird und Investoren dadurch ihre Zahlungsbereitschaft anpassen. Die Reduktion der Transaktionsaktivität (vgl. H1) wird von Experten als Folge einer Diskrepanz in den Erwartungen der Verkäufer- und der Käuferseite beschrieben:

„Aus meiner Erfahrung ist es so, dass die Verkäufer häufig noch sehr lange auf den alten Bewertungen bestehen, wohingegen die Investoren die Bewertungen sehr schnell anpassen. In der Folge kommen keine Transaktionen mehr zustande, da man sich beim Preis nicht einigen kann. Die Verkäufer versuchen erstmal, die Situation auszusitzen, häufig kommen sie aber nach einiger Zeit mit einer leicht korrigierten Kaufpreiserwartung zurück, die aber dann noch nicht ausreicht, um uns

10.15772/ANDRASSY.2026.008

zu überzeugen. Wir sind generell sehr vorsichtig in diesen Krisensituationen, was sich dann auch in den Bewertungen widerspiegelt.“ (Partner, Private-Equity-Fonds)

Innerhalb der Interviews gab es darüber hinaus Hinweise, dass ein Verfall von Unternehmensbewertungen nicht alle Unternehmen bzw. alle Industriegruppen gleich zu treffen scheint. Während qualitativ hochstehende Unternehmen in resilienten Industrien nur geringe Abschläge verbuchen, sind solche in stark vom Schock betroffenen Segmenten einem sehr starken Verfall ausgesetzt, da Investoren den sich verschlechternden Marktausblick in die Unternehmensbewertung einpreisen.

„Die [Bewertungen] gehen schon runter, aber eigentlich nicht so stark, wie man meint, insbesondere für die hoch-qualitativen Unternehmen. Man darf da jetzt nicht erwarten, für einen super Übernahmekandidaten während eines Schocks ein Schnäppchen zu machen. Dafür ist die Konkurrenz einfach mittlerweile zu groß. Bei Unternehmen, die stark getroffen sind, Reisebranche während COVID-19 zum Beispiel, sieht die Situation dagegen schon anders aus. Die will dann aber auch eigentlich keiner kaufen.“ (Senior Director, Private-Equity-Fonds)

H3: *Zugang und Einsatz von Eigenkapital*

Experten berichten überwiegend von einem erschwerten Zugang zu Eigenkapital während ökonomischer Schocks.

Acht der 17 Experten (Abb. 23) (sieben Investoren und ein Berater) konstatieren einen erschwerten Zugang zu Eigenkapital während eines Schocks. Unter den Beratern haben fünf von sechs keine vollständige Einschätzung abgegeben.

10.15772/ANDRASSY.2026.008

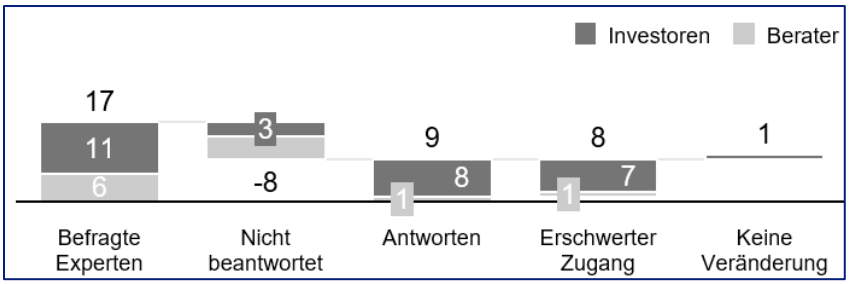

Abbildung 23: Experteninterviews: Verteilung der Antworten für H3 – Zugang zu EK

In der Investorengruppe berichten sieben von elf Experten (64 %) von einem erschwerten Zugang. Hypothese 3 wird damit im Rahmen der Experteninterviews bestätigt.

Die Experteninterviews liefern Evidenzen, dass insbesondere die Kommunikation in Richtung der Limited-Partner-Investoren größere Aufmerksamkeit einnimmt und die langfristig erfolgreiche Performance der Fonds, auch über vorherige Krisen, betont wird:

„Wir sehen da schon, dass das Auflegen von einem neuen Fonds schwieriger wird in Krisenzeiten. Uns ist es passiert, dass wir knapp ein halbes Jahr nach dem Beginn von COVID-19 ins Fundraising gehen mussten, und da mussten wir den Investoren schon sehr genau erklären, warum unser Fonds jetzt krisenresistent ist und wir aufgrund unseres Fokus auf digitalen Geschäftsmodellen am Ende ggf. profitieren können. Wir haben in den Unterlagen auch sehr genau herausgearbeitet, dass wir über vergangene Krisen immer Geld verdient haben.“
(Senior Associate, Private-Equity-Fonds)

Bezüglich eines veränderten bzw. verringerten Einsatzes von Eigenkapital besteht mit bejahenden Aussagen von sieben Experten ausreichend Evidenz (Abb. 24). Angesichts der Antwortquote (acht Experten haben hierzu keine Einschätzung vorgenommen) wird eine Anpassung der Eigenkapitalverwendung während eines Schocks impliziert.

10.15772/ANDRASSY.2026.008

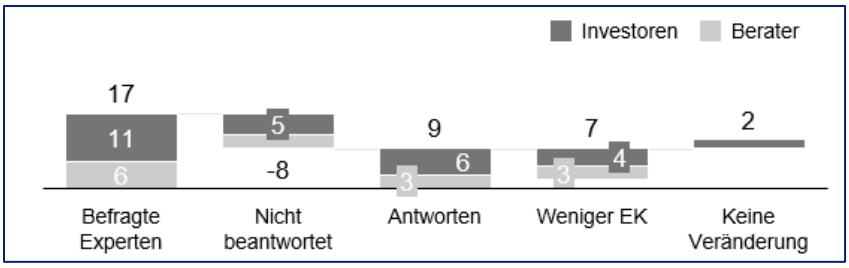

Abbildung 24: Experteninterviews: Verteilung der Antworten für H3 – Einsatz von EK

Eine Frage, die im Rahmen der Erhebung nicht vollständig beantwortet werden kann, ist, ob diese Veränderung auf alle Investoren ähnlich zutrifft. Wie oben beschrieben, sind die einzelnen Investorengruppen unterschiedlich positioniert (VC hat bspw. andere EK-Dynamiken als Large-Cap LBO, die Softwareindustrie andere Dynamiken als die Immobilienwirtschaft). Die Ergebnisse deuten darauf hin, dass eine veränderte Verwendung von Eigenkapital während eines Schocks bei einem Großteil der Investoren tatsächlich erfolgt.

H4: *Zugang, Verwendung und Konditionen von Fremdkapital*

In Bezug auf den Zugang zu Fremdkapital und die zugehörigen Konditionen berichten die Experten größtenteils von erschwertem Zugang und steigenden Zinsen infolge des erhöhten Risikos. Es wird nahezu einhellig berichtet, dass die Anteile von Fremdkapital bei Übernahmen in der Folge sinken und verstärkt Eigenkapital eingesetzt wird.

„Man merkt das sehr schnell im Markt, dass der Zugang zu Fremdkapital nicht mehr so einfach ist. Die großen Transaktionen, bei denen viel Finanzierung notwendig ist, kommen schnell zum Erliegen. Auch dauern die Transaktionen, die noch durchgehen, länger, weil die Investoren mehr Zeit für die Finanzierung brauchen.“ (Partner, Private Equity Consulting)

Insgesamt berichten acht von 17 Experten von einem erschwerten Zugang zu Fremdkapital während Krisenzeiten. Hierbei sind die Investoren mit sieben von acht Befragten überproportional vertreten. 64 % der interviewten Finanzinvestoren bestätigen demnach die Hypothese. Zwei Experten aus der Gruppe der Investoren geben an, keine Veränderungen feststellen zu können (Abb 25).

10.15772/ANDRASSY.2026.008

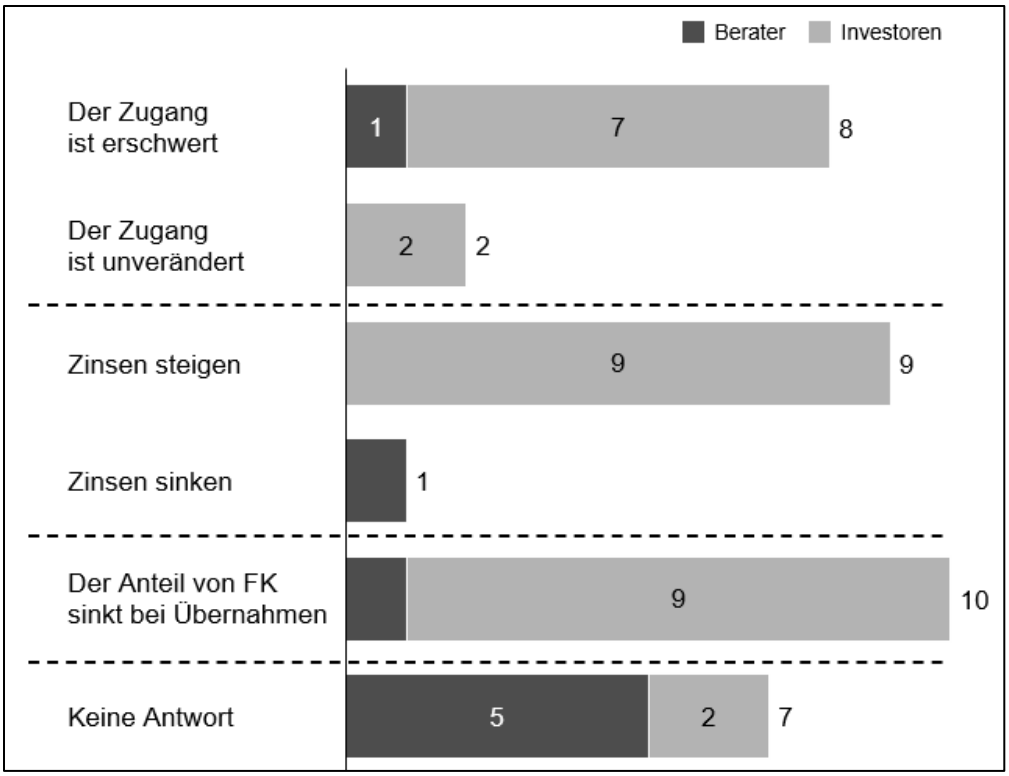

Abbildung 25: Experteninterviews: Verteilung der Antworten für H4

Wenn dazu berücksichtigt wird, dass zwei der Investoren aus dem Venture-Capital-Segment stammen und daher nicht oder nur sehr eingeschränkt Fremdkapital bei Beteiligungen verwenden, steigt der Anteil der Befragten, die einen erschwerten Zugang wahrnehmen, bei Ausklammerung der VC-Experten auf 78 %. Auf Basis dieser hohen Zustimmungsquote wird Hypothese 4 durch die Experteninterviews unterstützt.

H5: *Verschiebung von Industriegruppen und sektoraler Fokus*

Die Experten berichten in den Interviews nahezu einhellig von der Existenz vermeintlich ‚sicherer Häfen' unter den Industriegruppen.

Die Frage nach von Investoren präferierten Industrien, die als krisenfest wahrgenommen werden, ist von zentraler Relevanz für diese Dissertation. In den Experteninterviews besagen 78 % der Antworten hierzu, dass solche krisenfesten Industrien für Investments bestehen bzw. von Investoren als solche behandelt werden.

10.15772/ANDRASSY.2026.008

„Ja, das sehen wir schon im Markt, dass es solche Bewegungen gibt. In der Vergangenheit waren es z. B. Mission-Critical Software und das Gesundheitswesen, die als sehr krisenresistent galten. Wir haben dazu sehr genaue Auswertungen im Fonds gemacht. Natürlich bieten weniger beachtete Sektoren dann sehr attraktive Investmentmöglichkeiten, aber das ist auch mit deutlich mehr Risiko verbunden. Hinterher ist man immer schlauer.“ (Investment Director, Private-Equity-Fonds)

Der Anteil bejahender Antworten innerhalb der Investorengruppe ist dabei deutlich höher als in der Beratergruppe (Abb. 26).

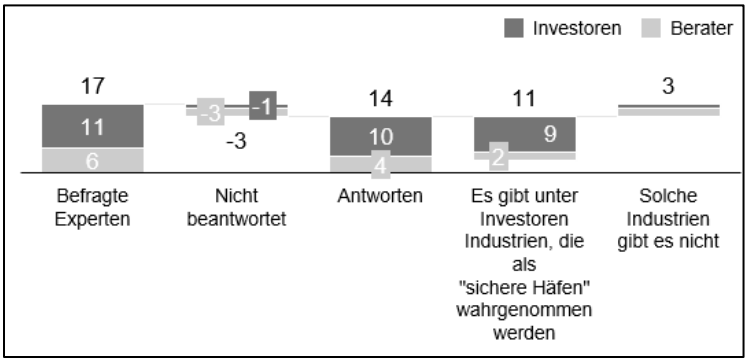

Abbildung 26: Experteninterviews: Verteilung der Antworten für H5

Lediglich zwei Berater und ein Investor geben an, dass solche ‚sicheren Häfen' aus ihrer Sicht nicht existieren. Als möglicher Treiber hinter der Präferenz für bestimmte Industriegruppen wird in den Interviews eine striktere Steuerung von Investitionsentscheidungen innerhalb der Fonds während Schocks beschrieben. Die internen Committees werden deutlich anspruchsvoller, weshalb es erheblich schwieriger wird, General-Partner-Investitionen in zyklischen Industrien zu realisieren:

„Ich glaube aber nicht, dass das einem strategischen Shift geschuldet ist innerhalb der PE, sondern ich glaube, dass das schlichtweg eine Funktion war. (...) Wir machen eh weniger Investments und das, was wir machen, ist entweder wirklich eine Opportunity (...) oder eben wir bringen das zu Ende, was wir schon begonnen hatten. (...) Dann war es einfach schwieriger, andere Themen durchs Investment

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Committee zu bringen, die jetzt nicht irgendwie einen resilienten, sehr attraktiven Charakter haben.“ (Partner, Private Equity Consulting)

Vor dem Hintergrund des hohen Zustimmungswertes über die Expertengruppen hinweg stützen die Interviews diese Hypothese.

H6: Präferenz von defensiven Industrien

Bezüglich der Präferenz von defensiven Industrien ergibt sich auf Basis der Experteninterviews ein differenziertes Bild. Unter den Beratern geben 50 % der Befragten an, dass ein verstärktes Investieren in defensiven Industrien während ökonomischer Schocks beobachtet werden kann.

„Man kriegt schon den Eindruck, dass die zyklischen Industrien gemieden werden; alles, was einen Automotive- oder Industriebezug hat, wird deutlich schwieriger und wir sehen dann weniger Due Diligences in diesem Bereich.“ (Partner, Private Equity Consulting)

Unter den Investoren geben dies im Kontrast hierzu nur 9 % an (Abb. 27).

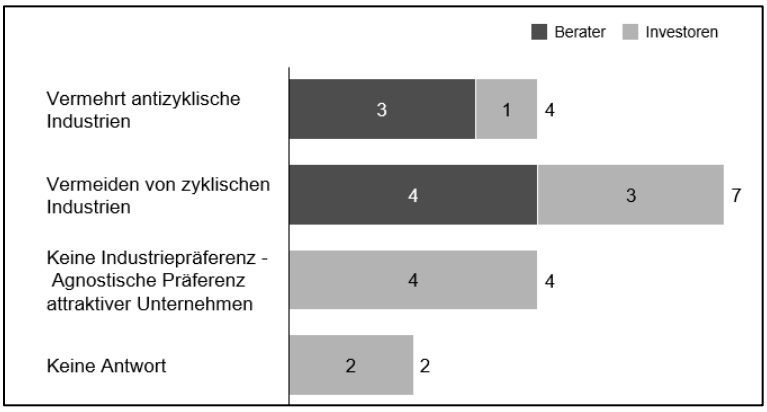

Abbildung 27: Experteninterviews: Verteilung der Antworten für H6

Aufgrund des uneinheitlichen Meinungsbilds innerhalb der einzelnen Expertengruppen sowie starken Unterschieden zwischen diesen wird Hypothese 6 daher verworfen. Einen Ansatz zur Erklärung liefert die Perspektive einiger Investoren, die in den

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Experteninterviews darauf verwiesen haben, dass unabhängig von ökonomischen Schocks attraktive Geschäftsmodelle über Industrien hinweg gesucht werden und dass für diese attraktiven Unternehmen auch die Bewertungen während Schocks nicht oder nur geringfügig reduziert sind.

H7: Bedeutung von operativer Arbeit

Die Experten berichten nahezu einheitlich von der Steigerung der Bedeutung von operativer Arbeit in den Portfoliounternehmen während eines ökonomischen Schocks.

„Wir sind zu 100 % in diesen Zeiten näher an den Beteiligungsunternehmen dran. Die brauchen da auch einfach unsere Hilfe. Wir hatten zum Beispiel einen Einzelhändler im Portfolio, der von den Lockdowns betroffen war. Da haben wir mit dem Management die gesamte Palette von Kostenoptimierung, Personalpolitik und Liquiditätssteuerung quasi auf Tagesbasis abgestimmt, um die durch die Krise zu bekommen.“ (Investment Director, Private-Equity-Fonds)

Beide Expertengruppen messen unabhängig voneinander der operativen Arbeit in Portfoliounternehmen während Schocks eine große Relevanz zu. 83 % der Berater sowie 91 % der Investoren (d. h. 88 % aller Interviewten, vgl. Abb. 28) teilen diese Meinung explizit. Keiner der Befragten widerspricht der These; allerdings haben zwei Experten die Frage nicht beantwortet. Investoren betonen darüber hinaus innerhalb der Interviews, dass die Bedeutung operativer Arbeit auch perspektivisch weiter zunehmen wird.

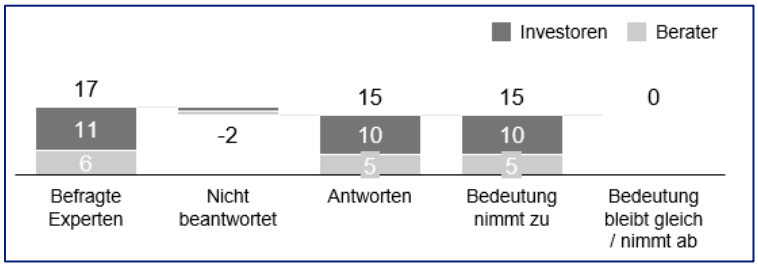

Abbildung 28: Experteninterviews: Verteilung der Antworten für H7

10.15772/ANDRASSY.2026.008

6.3 Diskussion und Ausblick

Die Experteninterviews ermöglichen ein vertieftes Verständnis von Mechanismen bei Private-Equity-Transaktionen und zugrunde liegenden Überlegungen von Investoren während ökonomischer Schocks. Hinsichtlich des Rückgangs der Transaktionsaktivität liefern die Interviews Evidenzen dafür, dass dieser durch eine Diskrepanz von Verkäufer- und Käufererwartungen zustande kommt. Während Käufer auf Basis eines pessimistischeren Ausblicks die Bewertung der Unternehmen schnell anpassen, hoffen Verkäufer auf eine kurzfristige Erholung und ändern ihre Erwartungen nur langsam. In der Folge führen die divergenten Preiserwartungen zu einer Minderung der Transaktionsaktivität. Dies legt nahe, dass ein solcher Rückgang nicht das Ergebnis von mangelnder Liquidität im Markt ist, sondern durch zeitlich versetzte Preiserwartungen von Marktteilnehmern hervorgerufen wird. Diese Marktineffizienzen deuten auf einen direkten Bezug zum ökonomischen Schock hin.

Ein interessanter Mechanismus, der von Experten hinsichtlich der Unternehmensbewertungen beschrieben wurde, betrifft den Umstand, dass die Bewertungen nicht bei allen Unternehmen und Industrien gleichermaßen sinken. Insbesondere für qualitative hochstehende Unternehmen scheint selbst in Krisenzeiten lediglich ein geringer Abschlag Anwendung zu finden. Größere Möglichkeiten ergeben sich dagegen für Investoren, die in stark von dem Schock betroffenen Sektoren agieren. Dieser geschilderte Mechanismus bei der Anpassung der Unternehmensbewertungen liefert weitere Evidenz für sektorale Verschiebungen durch Investoren und bezüglich der Existenz von krisensicheren Industriegruppen. Die hierzu genannten Beispiele decken sich größtenteils mit den Ergebnissen der systematischen Literaturanalyse und der statistischen Datenauswertung (bspw. Gesundheitssektor), erweitern diese jedoch hinsichtlich der zugrunde liegenden Wirkungsmechanismen. Sie geben Anhaltspunkte dafür, dass die Bewertungen und die Preisbereitschaft von Investoren vornehmlich auf dem wirtschaftlichen Ausblick der Unternehmen beruhen.

Die beschriebenen Herausforderungen bei der Einwerbung von Eigenkapital lassen den Schluss zu, dass ökonomische Schocks die Koordinations- und Kommunikationsprozesse zwischen General Partnern und Limited Partnern verändern. Die Experteninterviews liefern auch Einblicke dahingehend, dass nicht nur

10.15772/ANDRASSY.2026.008

die Bedeutung der operativen Arbeit steigt, sondern sich auch die Quelle der operativen Wertschöpfung durch Investoren verschiebt. Während deren Rolle in normalen Phasen eher eine Kontroll- und Überwachungsfunktion umfasst, greifen sie während eines ökonomischen Schocks stärker in das operative Management des Unternehmens ein und stellen teilweise Transformationsfähigkeiten hinsichtlich der Neuordnung der Lieferantenlandschaft oder der Personalstruktur bereit.

Beim Großteil der Hypothesen waren die Einschätzungen der Experten nahezu einhellig. In Bezug auf H2 äußerte ein Interviewter, keine Veränderungen bei Unternehmensbewertungen feststellen zu können. Eine mögliche Erklärung für diese Antwort ergibt sich aus der Zusammensetzung der Expertengruppe: Die Einschätzung wurde von einem Investor abgegeben. Einige der Befragten aus dem Investorenfeld waren bei kleineren, spezialisierten Fonds beschäftigt. Diese realisieren teilweise Transaktionen in Bereichen, die von Schocks teilweise nur eingeschränkt betroffen waren. Als Beispiel ist hier die Immobilienbranche während COVID-19 zu nennen.

In Bezug auf H3 zum Zugang und der Verwendung von Eigenkapitalmitteln gab es abweichende Einschätzungen zwischen den Investoren- und Beratersubgruppen. Dieser deutliche Unterschied in der Antwortverteilung lässt sich potenziell damit erklären, dass Berater nur eingeschränkte Erfahrung mit der Einwerbung von Eigenkapital haben. Ihr Fokus beschränkt sich i. d. R. auf die vorbereitende, kommerzielle Transaktionsarbeit. Informationen zum Fundraising werden ihnen nur teilweise von Investoren im Austausch mitgeteilt oder sind für sie über Sekundärinformationen nachvollziehbar; in die eigentlichen Fundraising-Prozesse dagegen sind sie nicht direkt eingebunden. Daher ist plausibel, dass aus der Gruppe vergleichsweise wenige Antworten gegeben wurden. Ähnlich wie bei der Einschätzung von Fundraisingmöglichkeiten lässt sich diese eingeschränkte Rückmeldung seitens der Berater auch beim Fremdkapital ggf. damit erklären, dass diese weniger in die Finanzierungsprozesse involviert sind und daher nur einen begrenzten Einblick in Veränderungen während ökonomischer Schocks haben.

Bei der sektoralen Anpassung haben sich in den Experteninterviews einzelne Abweichungen hinsichtlich der Nichtexistenz von vermeintlich ‚sicheren Häfen' unter den Industriegruppen ergeben. Diese Ausreißer sind jedoch folgendermaßen zu

10.15772/ANDRASSY.2026.008

erklären. Der Investor, der dieser These widersprochen hat, stammt aus dem Venture-Capital-Bereich; der Fonds, für den er arbeitet, hat einen dezidierten Industriefokus (digitale Geschäftsmodelle), weswegen er während möglicher Beteiligungen üblicherweise ein limitiertes Set an Industrien prüft. Auch Berater erlangen, insbesondere wenn ihre Beratung einen spezifischen Industriefokus hat (bspw. Gesundheitssektor), nur eine limitierte Perspektive auf übergreifende Industriedynamiken. Diese Differenz zwischen den Expertengruppen ist auch hinsichtlich der abweichenden Berater-Meinungen bei der Hypothese zur generellen Vermeidung von zyklischen Industriegruppen anwendbar. Die Diskrepanz könnte damit erklärt werden, dass Berater verstärkt für größere, defensivere Investitionen herangezogen werden, während Investoren, die den Gesamtüberblick über alle ihre getätigten Investitionen behalten, kleinere, eher zyklische Transaktionen ohne eine Commercial Due Diligence und damit ohne Einbindung eines Beraters umsetzen. Ein aktives Vermeiden von stark zyklischen Investitionen wird von 67 % der Berater sowie 27 % der Investoren bestätigt. Dies legt die Vermutung nahe, dass potenziell eine selektive Reduktion von Risiko in Form von Zyklizität vorgenommen wird (die einen Rückgang von Beratungsprojekten in diesen Bereichen zur Folge hat), jedoch nicht von einem systematischen Vermeiden von zyklischen Industrien gesprochen werden kann.

10.15772/ANDRASSY.2026.008

7 Marktausblick anhand von Szenarienbildung

7.1 Untersuchungsmethodik und Datengrundlage

Die Szenariengenerierung in diesem Kapitel folgt dem Ansatz von Kosow und Gaßner (2008). Dieser umfasst vier Stufen, anhand derer die Szenarien erstellt werden. Die erste Phase beinhaltet die genaue Definition des Untersuchungsobjekts sowie die Beschreibung des Zwecks. Hier wird die Investitionsaktivität von PE-Investierenden in den Kernmärkten Europa und USA untersucht, um eine szenariobasierte Prognose über die Entwicklung der nächsten drei bis fünf Jahre zu treffen (die historische Entwicklung ist in Abb. 29 abgetragen). Die Szenarien werden ausschließlich auf Basis externer Faktoren abgeleitet; interne Faktoren wie die Risikopräferenz werden nicht berücksichtigt.

In der zweiten Phase werden die zentralen Determinanten bzw. Faktoren bestimmt. Diese werden im vorliegenden Fall anhand der wissenschaftlichen Literatur abgeleitet. Die dritte Phase umfasst eine ausführliche Analyse der Faktoren. Hierbei spielt sowohl der Einfluss auf das Untersuchungsobjekt als auch die Bandbreite der möglichen Ausprägung eine Rolle. Die Analyse der Variablen schließt an. Die vierte Phase beinhaltet eine Beschreibung der Ausprägung der analysierten Treiber. Ausgehend von einer detaillierten Darstellung der Entwicklungspfade werden drei zentrale Szenarien näher beschrieben. Nach Kosow und Gaßner (2008) schließt eine fünfte, aber optionale Phase an, in der ein Transfer der Szenarien stattfindet. Es wird eine abschließende Bewertung inkl. der Implikationen für zentrale Agierende (insbesondere GP[95]) vorgenommen.

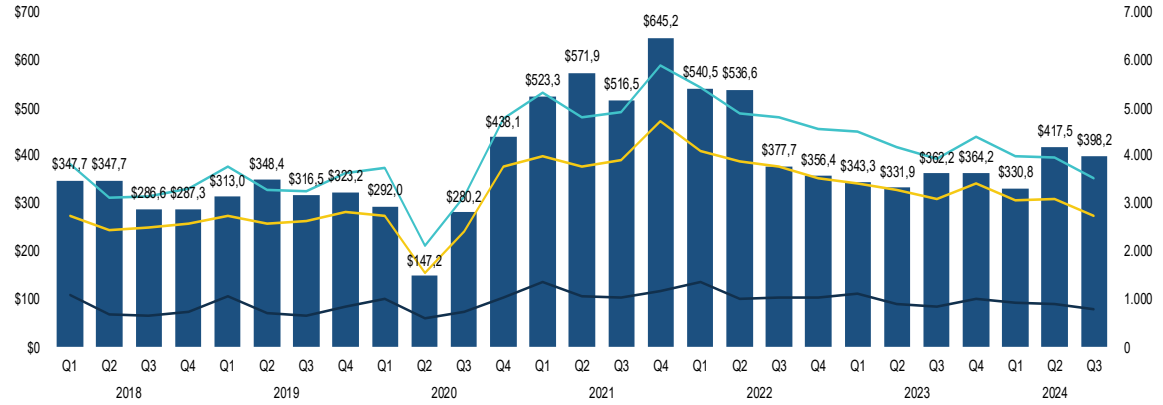

Abbildung 29: Transaktionsaktivität von Investoren global nach Quartalen[93]

[95] (Pitchbook 2024b)

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Die zentralen Determinanten der weiteren Entwicklung lassen sich wie folgt zusammenfassen:

Zinsniveau und Zugang zu Fremdkapital: Das Zinsniveau in Kernmärkten wie den USA und Europa stellt eine entscheidende Determinante für die weitere Aktivität von Investierenden dar (vgl. Aigner et al., 2008). Bleiben die Zinsen auf einem hohen Niveau, sind hohe Kapitalkosten und damit verringerte Profitabilitätsaussichten die Folge. Dies reduziert die Auswahl an attraktiven Beteiligungsmöglichkeiten für Investierende und resultiert in einer geringen Transaktionsaktivität, höheren Eigenkapitalquoten und sinkenden Ausschüttungen an Investierende.

Wirtschaftliches Wachstum: Der Großteil der PE-Investierenden ist wachstumsorientiert. Nur ein kleiner Teil ist auf Turnaround-Szenarien spezialisiert. Ein höheres gesamtwirtschaftliches Wachstum treibt damit die Profitabilitätsaussichten. Investierende sind bereit, höhere Bewertungen zu zahlen, und sind vermehrt an Übernahmen interessiert, was wiederum die Transaktionsaktivität erhöht.

Zugang zu Eigenkapitalmitteln: Der Investitionszeitraum bis zur Rückführung der initial bereitgestellten Kapitalanlagen und Profite aus der Investitionstätigkeit an Limited Partner beträgt in der Regel zwischen drei und fünf Jahren (vgl. Kaplan & Sensoy, 2015). Aufgrund des eher kurzfristigen Anlagehorizonts von PE-Fonds sind Investierende regelmäßig gezwungen, in die Kapitaleinwerbung für einen neuen Fonds zu gehen, um fortlaufend neue Investitionen vornehmen zu können (vgl. Balboa & Marti, 2001). Während die expansive Geldpolitik der großen Zentralbanken im Zeitraum von 2010 bis 2022 ein Umfeld mit günstigen Finanzierungskonditionen schuf, hat sich der Zugang zu Eigenkapitalmitteln in den letzten Jahren erschwert (vgl. Abbildung 30) und stellt insbesondere für neue Investierende ohne einschlägige Branchenerfahrung eine Herausforderung dar. Die verringerte Verfügbarkeit von Eigenkapitalmitteln beschränkt die Anzahl aktiver Investierender sowie ihre Möglichkeiten für Übernahmen signifikant und repräsentiert eine der zentralen Determinanten für Transaktionsaktivitäten im Markt.

10.15772/ANDRASSY.2026.008

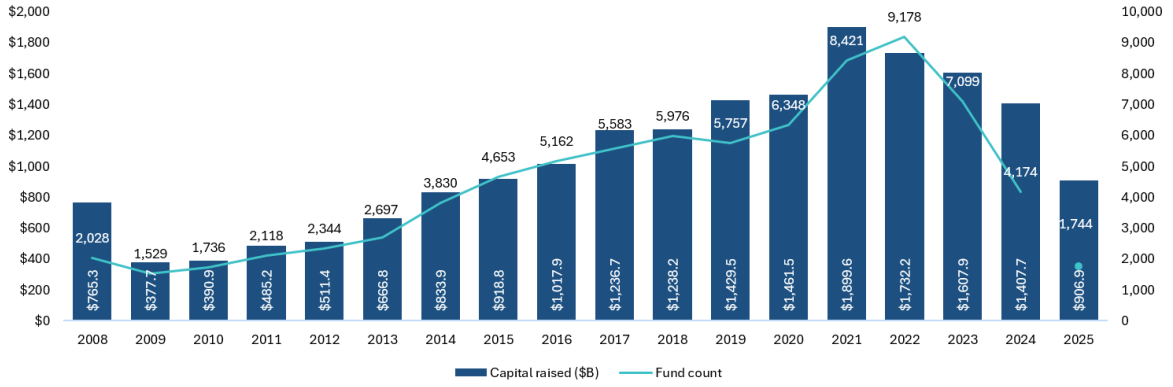

Abbildung 30: Globale Einwerbung von Eigenkapital durch Investoren[96]

Im Kontext des Ukrainekriegs wurde vonseiten der G7 ein umfangreiches Sanktions- und Maßnahmenpaket auf den Weg gebracht (vgl. Sulong et al., 2024). Dieses schränkt sowohl den Waren- als auch den Kapitalfluss zwischen Russland und dem Wirtschaftsgebiet der EU sowie den USA ein und führte zum Rückzug eines großen Teils der westlichen Unternehmen aus Russland (vgl. Balyuk & Fedyk, 2023).

Die Variablen werden anhand einer möglichen binären Ausprägung (‚nimmt zu', ‚nimmt ab') miteinander ins Verhältnis gesetzt (Abb. 31); darauf aufbauend werden die Entwicklungspfade abgeleitet. Der Rahmen der möglichen Ausprägungen reicht von einem sehr starken Wachstumsimpuls (im Weiteren ‚back-to-boom' genannt) bis zu einem sehr starken Rückgang (als sehr unwahrscheinlich erachtet, daher hier nicht weiter analysiert). Die Ergebnisse der Pfade sowie die näher analysierten, wachstumsorientierten Szenarien können in Abbildung 31 nachvollzogen werden.

[96] in Mrd. USD, 2018-2025 (Pitchbook 2025)

10.15772/ANDRASSY.2026.008

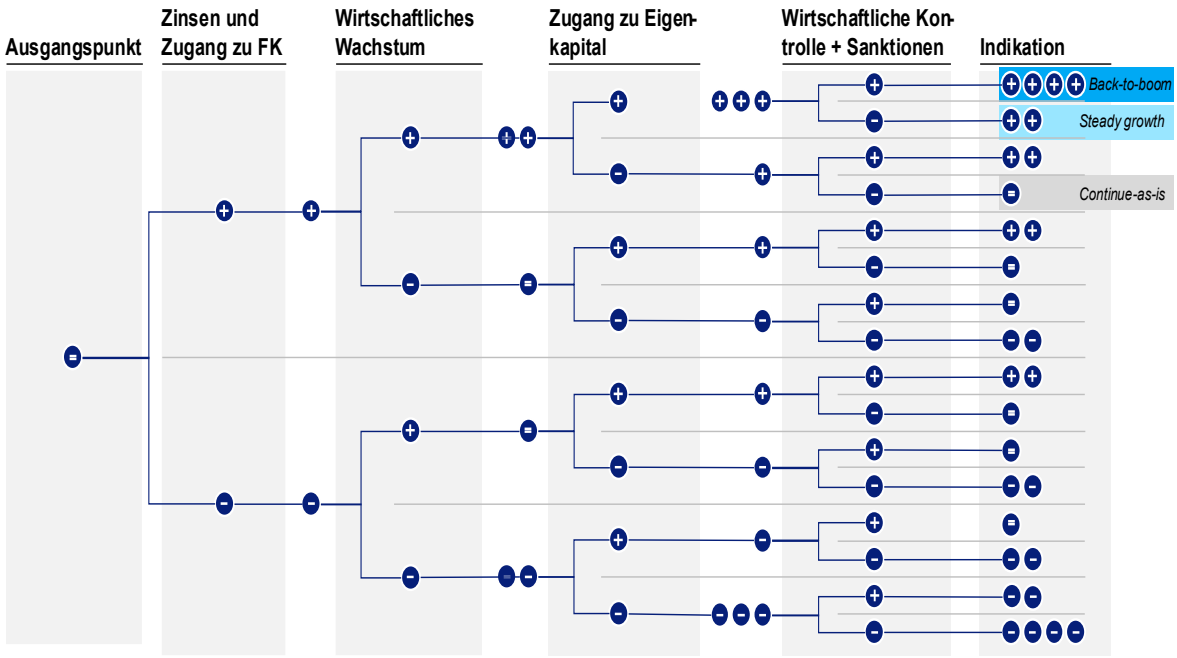

Abbildung 31: Operationalisierung der Szenariengenerierung entlang der Variablen

7.2 Ergebnisse der Szenarienbildung

In Abhängigkeit vom makroökonomischen Umfeld und unter Berücksichtigung der genannten Determinanten lassen sich folgende Szenarien ableiten:

Continue-as-is: Wachstumsperspektiven verbleiben auf nachhaltigem Niveau, divergieren aber zwischen Ländern und Industriegruppen. Zinsen in Kernmärkten verharren auf einem niedrigen Level (~3 %). Investierende haben ihre Aktivitäten den neuen Zinsniveaus und Wachstumsaussichten angepasst und die Bewertungen bleiben konstant. Internationale Sanktionen bestehen fort bzw. werden teilweise noch erweitert. Die Investitionsaktivitäten bleiben daher unter dem Höchststand von 2021. Aufgrund der reduzierten Transaktionsaktivität und der noch vorhandenen hohen Mittel aus den Jahren 2021 und 2022 bleibt Dry Powder zumindest kurzfristig auf einem hohen Niveau. Fundraising für neue Investierende ohne einschlägige Branchenerfahrung wird zunehmend herausfordernder. Investierende mit bestehenden Beteiligungen müssen mit Bewertungsabschlägen rechnen und sollten diese über a) ausgewählte, strategische Zukäufe zu niedrigeren Multiplen und b) eine gesteigerte Effizienz der Unternehmen durch operative Portfolioarbeit kompensieren. Investierende, die Zukäufe planen, sollten insbesondere die Margenfähigkeit des

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Unternehmens sowie Potenziale zur operativen Wertsteigerung in den Fokus stellen und Übernahmen sorgfältig prüfen.

Steady Growth: Das wirtschaftliche Umfeld stabilisiert sich; neue Wachstumsperspektiven entstehen. Die Leitzinsen in Kernmärkten bleiben auf einem stabilisierten Niveau (2–3 %). Internationale Sanktionen bestehen weiter. Die Bewertungen verbleiben auf einem reduzierten Level (verglichen mit 2021); es kommt zu unterschiedlichen Dynamiken entlang von Industriegruppen. Zyklische Industrien (Bauindustrie, Automotive, Stahl- und Bergbau) verharren auf reduzierten Bewertungsniveaus. Transaktionen entlang von gesuchten Industrien wie (Gen)AI und Software können moderate bis starke Anstiege in den Bewertungen verzeichnen. Die Transaktionsaktivitäten stabilisieren sich und nehmen zu, wenn auch auf einem niedrigeren Level als 2021; Impulse für eine signifikante Steigerung bleiben auch mittelfristig aus. Auf dem niedrigen Niveau verstärken Investierende aber kontinuierlich ihre Aktivitäten, maßgeblich getrieben durch hohe Dry-Powder-Bestände und daraus erwachsenden Investitionsdruck. Die fortdauernden Sanktionen limitieren internationale Expansionsmöglichkeiten. Für Investierende, die auf ein solches Szenario setzen, ergeben sich zwei Implikationen: Erstens ist für Beteiligungen, die im Zeitraum zwischen 2019 und 2022 zu einem erhöhten Kaufpreis erstanden worden sind, die operative Effizienz entscheidend, da die Bewertungen niedrig bleiben. Eine Verbesserung der Profitabilität kompensiert dagegen marktgetriebene Bewertungsabschläge. Zweitens gilt es, bei möglichen Übernahmen die Abstimmung zwischen Industrie, Wachstumsausblick und Bewertung verstärkt zu prüfen und ggf. eine Anpassung im Investitionszeitraum vorzunehmen, da sich Exitoptionen vor allem langfristig ergeben.

Back-to-boom: Zentralbanken senken die Zinsen auf das Niveau der Niedrigzinsphase (< 2 %), wodurch ökonomisches Wachstum stimuliert wird. Die Bewertungen steigen in der Folge merklich über alle Industriegruppen hinweg. Internationale Sanktionen werden reduziert. Investierende erhöhen durch das positivere Marktumfeld die Transaktionsaktivitäten und allokieren das vorhandene Dry Powder. Neben Primärtransaktionen nehmen auch Buy-and-build-Transaktionen für bestehende Portfoliounternehmen wieder zu. Das Umfeld für Fundraising verbessert sich; auch weniger erfahrene Investierende gelangen wieder einfacher an neue

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Eigenkapitalmittel. Investierende mit hohen Beständen an Unternehmen aus dem letzten Boom-Zyklus können diese zu vergleichbaren Konditionen am Markt verkaufen. Operative Steigerungen in bestehenden Unternehmen treten in den Hintergrund, da Expansionsaspekte stärker gewichtet werden. Investierende, die auf ein solches Szenario setzen, sollten frühzeitig Zukäufe tätigen, um von den aktuell niedrigeren Bewertungslevels zu profitieren.

7.3 Diskussion und Ausblick

Unabhängig vom exakten Szenario, nach dem sich der PE-Markt in den nächsten Jahren entwickeln wird, lassen sich einige allgemein gültige Erkenntnisse ableiten. Die Bedeutung der operativen Arbeit für Wertschöpfung in Beteiligungsunternehmen dürfte weiter zunehmen. Private-Equity-Investierende sehen unverändert eine ihrer zentralen Fähigkeiten in der operativen Verbesserung und Effizienzsteigerung von Portfoliounternehmen (vgl. Gompers, Kaplan, Mukharlyamov, 2016). Über die tatsächlich erzielten Wertschöpfungserfolge herrscht im wissenschaftlichen Diskurs jedoch eine kontroverse Diskussion (vgl. Krysta, Kanbach, 2022). Im Kontext von herausfordernden Marktbedingungen stellt diese Fähigkeit jedoch einen entscheidenden Faktor zur Realisierung von Profiten dar.

Die bereits vorhandene Polarisierung zwischen Industriegruppen dürfte sich weiter verstärken. Bereits heute existieren unterschiedliche Attraktivitätsniveaus von Industrien für Investierende. Während volatile Industrien wie die Automobilbranche mit ihren konjunkturellen Zyklen und laufenden Transformationsprozessen für Investierende ein eher herausforderndes Umfeld darstellen, werden Industriegruppen mit niedrigerer konjunktureller Volatilität, bspw. die Gesundheits- oder die Energiebranche, bevorzugt (was sich entsprechend auch in Bewertungen widerspiegelt).

Internationale Expansionen und grenzübergreifendes Wachstum werden für Beteiligungsunternehmen vermutlich schwieriger. Hohe Investitionsanforderungen (z. B. für Industrieunternehmen in die Elektromobilität, die Digitalisierung oder smarte Chips sowie für Digitalunternehmen in Software- und AI-Lösungen) und wachsende Marktzugangsbarrieren (bspw. in Form von Zöllen) führen zu Beschränkungen in den Wachstumsmöglichkeiten und verkomplizieren mutmaßlich den Einstieg von

10.15772/ANDRASSY.2026.008

wachstumsorientierten Finanzinvestierenden. Es ist daher anzunehmen, dass sich die verbleibende Aktivität von Investierenden auf einen verringerten Kreis an Industriegruppen konzentriert, die Kernanforderungen wie Wachstumsperspektiven, eingeschränkte strukturelle Investitionsbedarfe und nachhaltige operative Kostenstrukturen erfüllen.

Die Unsicherheit im Marktumfeld wird voraussichtlich zumindest kurzfristig fortbestehen. Verwerfungen im Markt, sowohl national als auch international, dürften zunehmen. Die Zeiten der Stabilität hinsichtlich des Wachstums und der Marktbedingungen, wie nach der globalen Finanzkrise, dürften vorbei sein. Investierende sollten daher sowohl in ihrer Strategie als auch in der operativen Zusammenarbeit mit Portfoliounternehmen ein hohes Maß an Flexibilität und Reaktivität bewahren, um sich schnellstmöglich auf sich verändernde Marktbedingungen einzustellen und so einen Vorteil gegenüber Wettbewerbern erlangen zu können. Erfahrene und etablierte Investierende hätten hierbei signifikante Vorteile gegenüber solchen, die erst seit einigen Jahren am Markt agieren und ggf. erst einen Fund-Zyklus absolviert haben. Dies würde sich perspektivisch auch in der Fähigkeit zur Einwerbung von Eigenkapitalmitteln widerspiegeln. PE wird voraussichtlich auch in den nächsten Jahren attraktive Renditemöglichkeiten bieten; die Anforderungen an die Fähigkeiten der Investierenden dürften jedoch zunehmen. Die Zeit von billigem Geld für einfache, bewertungsgetriebene Profite ist voraussichtlich vorbei.

Die Ergebnisse bieten einen Mehrwert für eine Reihe von Adressaten. Investierende werden in die Lage versetzt, ihre Anlagestrategie effektiver an makroökonomische Trends anpassen zu können. Die geschilderten Szenarien erlauben ihnen, ihre Investitionsstrategie entlang des von ihnen als am wahrscheinlichsten angesehenen Szenarios auszurichten. Die Beschreibungen und Ausprägungen der zentralen Variablen erlauben darüber hinaus ein enges, fortlaufendes Monitoring und ermöglichen ein frühzeitigeres Gegensteuern bei gegenlaufenden Entwicklungen. Bspw. können Investierende anhand der Ausprägung der Zinskurve die daraus folgende Implikation für Transaktionsaktivitäten und damit die Bewertung von Übernahmemöglichkeiten unmittelbar ableiten. Finanzierende Banken werden befähigt, verbessert die Finanzierbarkeit von Private-Equity-Fonds sowie – darauf

10.15772/ANDRASSY.2026.008

aufbauend – Finanzierungskonditionen auf Basis eigener ökonomischer Prognosen zu bestimmen. Um das Szenarienfeld noch genauer zu beschreiben, können zukünftige Forschungen dem hier entwickelten Modell zusätzliche Variablen hinzufügen sowie bei den dargelegten Szenarien weitere Abstufungen inkludieren, die über die hier gewählten, kontrastreichen Archetypen hinausgehen.

Der Beitrag unterliegt Limitationen. Zunächst wurde eine eingeschränkte Auswahl der wichtigsten Variablen sowie deren Ausprägungen getroffen. Extremausprägungen wie bspw. ein Zinsniveau von > 4 % wurden nicht betrachtet. Weitere Variablen, bspw. die Risikoaffinität von Fremdkapitalgebern wie Banken, können in die zukünftige Marktentwicklung zusätzlich eingreifen und die beschriebenen Szenarien beeinflussen. Die Auswahl der Szenarien umfasst unterschiedliche wachstumsorientierte Archetypen. Entlang der verschiedenen Ausprägungen der Variablen (bspw. des exakten Zinsniveaus) ergibt sich eine schier unendliche Vielfalt von möglichen weiteren Entwicklungslinien und Konstellationen.

10.15772/ANDRASSY.2026.008

8 Zusammenführung der Ergebnisse und Implikationen

8.1 Zusammenführung der Ergebnisse

Im Rahmen dieser Dissertation wurden Veränderungen im Marktumfeld und im Anlageverhalten von Private-Equity-Investoren während ökonomischer Schocks untersucht. Das Untersuchungsdesign folgte einem Mixed-Methods-Ansatz. Dieser bestand aus einer systematischen Literaturanalyse, einer statistischen Datenauswertung sowie leitfadengestützten Experteninterviews. Im vorliegenden Abschnitt werden entlang der eingangs aufgestellten Hypothesen die Ergebnisse aus den Untersuchungsformaten zusammengeführt und abschließend bewertet.

> **H1:** *Während eines Schocks sinkt die Transaktionsaktivität; es wird weniger Kapital allokiert als im vorausgehenden Zeitraum.*

Die Transaktionsaktivität zählt zu den bislang am häufigsten untersuchten Aspekten der Handlungsweisen von Private-Equity-Investoren während ökonomischer Schocks. Dies ist dahingehend zu erklären, dass Daten hierzu für Forschende einfacher zu erhalten sind als bspw. granulare Daten zur individuellen Anlagestrategie auf Fondslevel. Informationen zur Transaktionsaktivität sind für einen großen Adressatenkreis relevant. Ihre Veränderung wurde im Rahmen der systematischen Literaturanalyse als einer der zentralen Treiber in der bisherigen Private-Equity-Forschung zu Schocks identifiziert. In 45 von 79 ausgewerteten Publikationen wurde eine Veränderung der Transaktionsaktivität festgestellt.

Die bisherigen Befunde aus vorherigen Arbeiten implizieren einhellig eine Reduktion der Transaktionsaktivität von Investoren während ökonomischer Schocks. Die Ergebnisse des Mixed-Methods-Ansatzes dieser Dissertation sind mit diesen Hypothesen konsistent, unter Einbeziehung aller Regionen und mehrerer großer ökonomischer Schocks. In den Experteninterviews liefert der Großteil der Befragten übereinstimmende Evidenzen dafür, dass sie ein Absinken der Transaktionen in ihrem Fonds steuern bzw. im Markt wahrgenommen haben. Die statistische Datenanalyse bestätigt eine Reduktion der Bewertungen von durchschnittlich 311 Mio. EUR auf 217[97]

[97] Bezogen auf den gesamten Wert der Transaktion, den „Enterprise Value“

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Mio. EUR und damit (auch bei potenziell gleichbleibender Anzahl der Transaktionen) ein absolutes Absinken des allokierten Kapitals. Die Experteninterviews liefern darüber hinaus Hinweise auf die zugrunde liegenden Sachlogiken, und zwar dahingehend, dass dieses Absinken nur zu einem geringen Teil durch eine allgemeine Unsicherheit im Markt oder durch mangelnde Liquidität zu erklären ist, sondern eher durch zeitlich versetzte Anpassungen der Preiserwartungen von Käufern und Verkäufern und damit durch temporäre Marktineffizienzen.

Der Mixed-Methods-Ansatz bringt demnach mit bisherigen Forschungsarbeiten kongruente Ergebnisse hervor und beleuchtet dazu die zugrunde liegenden Mechanismen von temporären Preisdivergenzen zwischen Käufern und Verkäufern, die zu einem Rückgang der Transaktionen beitragen können.

> **H2:** *Die Bewertungen von Beteiligungsunternehmen sinken; die Bereitschaft von Investoren zur Kapitalallokation bei hohen Bewertungen von Übernahmeunternehmen nimmt ab.*

Die Ergebnisse legen nahe, dass während ökonomischer Schocks nicht pauschal das gesamte Bewertungsniveau des Marktes sinkt, sondern dass qualitative Unterschiede zwischen Unternehmen die Bewertungsdifferenzen deutlich verstärken.

Die Bewertung von Unternehmen durch Investoren kann auf Basis der systematischen Literaturanalyse als eines der am häufigsten untersuchten Sachgebiete identifiziert werden. 34 von 79 relevanten Publikationen behandeln diesen Themenkomplex.

Der größte Teil der bisherigen Forschungsarbeiten in diesem Bereich kommt dabei zu dem Ergebnis, dass Unternehmensbewertungen während eines Schocks sinken. Die Resultate der statistischen Datenanalyse bestätigen diesen Befund, konsistent und über Schocks hinweg. Die Experteninterviews granulieren ihn hingegen. Die Ergebnisse lassen darauf schließen, dass ein Rückgang der Bewertungen nicht auf alle Unternehmen und Industrien zutrifft, und auch nicht in der gleichen Magnitude. Interviewpartner beschreiben, dass die Preisabschläge insbesondere für qualitativ hochwertige Unternehmen eher gering sind und diese auch während eines ökonomischen Schocks erfolgreich in Transaktionsprozessen an den Markt gebracht

10.15772/ANDRASSY.2026.008

werden. Dabei legen die Experten dar, dass der Bewertungsabschlag größtenteils durch eine kurzfristige Anpassung der Markt- und Wachstumsperspektiven zum Tragen kommt, der auf der Käuferseite im Rahmen gängiger Bewertungsverfahren in eine reduzierte Bewertung übersetzt wird. Des Weiteren implizieren die Interviews, dass Investoren auf weitere Mittel zur Risikodiversifikation setzen, wie bspw. eine Erhöhung von Konsortium-basierten[98] Zukäufen.

H3: *Die Möglichkeiten zur Einwerbung von Eigenkapitalmitteln verringern sich; die Volumina der eingeworbenen Eigenkapitalmittel gehen zurück.*

Die Experteninterviews liefern darüber hinaus Evidenz dafür, dass sich die Bedeutung von Eigenkapital während eines Schocks wandelt. Während dieses in Expansionsphasen genutzt wird, um neue Übernahmen zu finanzieren, dient es während eines Schocks verstärkt zu Sicherungsmaßnahmen für bestehende Portfoliounternehmen, um diese in der Liquidität und Sicherung ihres Geschäftsbetriebs zu unterstützen.

Der Zugang zu Eigenkapital gehört zu den meisterforschten Themenkomplexen für Private Equity während ökonomischer Schocks. Die Untersuchung bestätigt bisherige Ergebnisse dahingehend, dass die Menge der eingeworbenen Eigenkapitalmittel in diesen Phasen zurückgeht. 44 von 79 relevanten Veröffentlichungen aus der systematischen Literaturanalyse haben das Thema des Zugangs zu Eigenkapital behandelt. Weitere 24 Publikationen haben dessen Verwendung thematisiert. Die Literatur liefert Evidenzen dafür, dass die Möglichkeit zur Einwerbung von Eigenkapital nicht für alle Investoren gleichermaßen erschwert ist. Limited Partner suchen in Krisen verstärkt nach erfahrenen, etablierten General Partnern und präferieren diese gegenüber neuen, weniger erfahrenen Investoren.

Die Experteninterviews haben zusätzliche Anhaltspunkte dafür geliefert, dass der Fundraisingprozess komplexer wird und mehr Zeit für Investoren in Anspruch nimmt,

[98] Im Kontext von Unternehmenstransaktionen bezieht sich ein Konsortium auf die Übernahme eines Unternehmens durch mehrere Investoren. Hierzu wird das SPV typischerweise entlang der Anteile des jeweiligen Investors ausgestaltet, es ist üblich, dass die verschiedenen Investoren unterschiedlich hohe Anteile halten (Beispielsweise hält der Hauptinvestor 70% und der Minderheitsinvestor 30%)

10.15772/ANDRASSY.2026.008

um neues Eigenkapital zu erhalten. Die Bedeutung der Kommunikation zwischen General Partnern und Limited Partnern wird wichtiger. General Partner berichten im Rahmen der Interviews von einer verstärkten Betonung der Stabilität des Investitionsmodells sowie des kontinuierlichen Geschäftserfolgs während vorheriger Krisen, um Eigenkapitalmittel während eines Schocks einwerben zu können. Vor dem Hintergrund der kongruenten Ergebnisse liegen belastbare Daten vor, um Hypothese 3 unterstützen zu können.

> **H4:** *Der Zugang zu Fremdkapital ist erschwert; Banken verlangen höhere Zinsen aufgrund des gestiegenen Risikos und verringern die Menge der bereitgestellten Kredite.*

Der Mixed-Methods-Ansatz bestätigt bisherige Ergebnisse zum Zugang zu Fremdkapital und diesbezüglichen Konditionen: Zinsen steigen und Banken sind deutlich selektiver in der Vergabe von Krediten, was zu einem Rückgang der vorhandenen Fremdkapitalmittel führt. Die Experteninterviews liefern Evidenz dafür, dass General Partner in der Folge die Struktur der Transaktion anpassen und vor allem weniger risikoreiche Übernahmen realisiert werden, da Banken in der Finanzierung von Transaktionen zunehmend risikoavers agieren. Dies impliziert, dass sich auch die Rolle von Fremdkapitalfinanzierungen während eines Schocks ändert. Während diese in Expansionsphasen eher eine unterstützende Rolle einnehmen und Investoren keine Schwierigkeiten haben, ihre Übernahmen zu refinanzieren, spielt der Zugang zu Finanzierung während eines Schocks eine entscheidende Rolle und kann determinieren, welche Transaktionen noch realisiert werden.

Die Kapitalstrukturen bei bestehenden Transaktionen verschieben sich infolge der höheren Selektivität hin zu einem höheren Eigenkapitalanteil von General Partnern. Darüber hinaus diversifizieren Investoren ihre Finanzierungsvehikel. Es kommen verstärkt Mezzanine-, Vendor-Loan-, Private-Debt- und weitere alternative Finanzierungsformate zum Tragen. Der Zugang zu Fremdkapitalmitteln über alternative Formate kann einerseits dazu dienen, den erschwerten Zugang zu Krediten von Banken zu mitigieren, und andererseits dazu, mehrere Finanzierungspartner einzubeziehen, um das Risiko zu diversifizieren.

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Übergreifend stellen der Zugang zu Fremdkapital und die zugehörigen Konditionen einen der häufiger untersuchten Themenkomplexe in der bisherigen Forschung dar. 33 von 79 ausgewählten Literaturbeiträgen haben diesen Themenbereich beleuchtet. Die Mixed-Methods-Untersuchung liefert ausreichend Evidenz, um die Hypothese 4 zu bestätigen.

> **H5:** *Während wirtschaftlicher Schocks allokieren General Partner vermehrt Investitionen in vermeintlich eher krisensicheren Industriegruppen, wie bspw. Energie oder Gesundheitsausrüstung und -dienstleistungen.*

Die industriebezogenen Anpassungen von Investitionsstrategien und damit verbundenen Kapitalallokationen wurden bislang – verglichen mit Themen wie der Transaktionsaktivität oder dem Zugang zu Eigenkapital – vergleichsweise wenig untersucht. 29 von 79 Publikationen aus der systematischen Literaturanalyse haben diesen Themenkomplex thematisiert. Eine der zentralen Forschungslücken besteht in der Fragmentierung der Ergebnisse aus diesen Literaturbeiträgen. Bisherige Untersuchungen liefern Evidenzen zu Verschiebungen hin zu einzelnen Industriegruppen und einzelnen Schocks. Auch ist die Definition der Industriegruppen nicht standardisiert. Innerhalb der statistischen Datenauswertung wurde eine einheitliche Industriegruppendefinition entlang des international gültigen GICS-Standards angewendet.

Die Untersuchung liefert statistisch signifikante Evidenz für das Vorhandensein von präferierten bzw. gemiedenen Industriegruppen während ökonomischer Schocks. Energie, Banken, Versicherungen und Life Science sind Sektoren, die ihren Anteil während Schocks konstant erhöhen, während Materialien und technische Hardware durchgängig Verringerungen ihrer Anteile verzeichnen. Diese Ergebnisse der statistischen Datenauswertung geben aber noch keine abschließenden Aufschlüsse über Korrelation und Kausalität. Die Experteninterviews liefern Belege dafür, dass bei den Private-Equity-Fonds keine grundsätzliche Veränderung der Investitionsstrategie einsetzt, sondern interne Kontrollgremien, die die Investitionsentscheidungen freigeben müssen, deutlich vorsichtiger werden. Für General Partner ist es daher erheblich schwerer, Investitionen in Industriegruppen, die negativ von einem Schock betroffen sind, freigeben zu lassen. In der Folge gehen vermehrt risikoaverse

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Investitionen in einem limitierten Kreis von Industriegruppen durch die Komitees und werden realisiert.

> **H6:** *Während eines wirtschaftlichen Schocks zeigen Investoren eine Präferenz für nicht-zyklische (d. h. defensive) Sektoren und präferieren diese gegenüber zyklischen Branchen.*

Der Großteil der Private-Equity-Investoren scheint Investitionen während Krisenzeiten verstärkt an der unternehmensspezifischen Qualität der Beteiligungsunternehmen und der Robustheit des Geschäftsmodells auszurichten. Eine generelle Präferenz für defensive Industrien konnte auf Basis des Mixed-Methods-Ansatzes nicht bestätigt werden.

Sektorale Verschiebungen sind ein bislang wenig betrachteter Aspekt der Forschung. Innerhalb der relevanten Literatur gibt es eine Reihe von Veröffentlichungen, die entweder direkt oder implizit eine Hypothese dahingehend aufstellen, dass Investoren eine Verschiebung hin zu defensiven Industriegruppen während eines Schocks vorziehen. Neben der Private-Equity-Literatur gibt noch weitere Publikationen von privaten Investoren an der Börse bis hin zu Hedgefonds, die diese Beobachtung konsistent teilen. Die Ergebnisse der vorliegenden Dissertation stützen diese These nicht. Die Auswertung von historischen Transaktionsdaten hat keine substanzielle Erhöhung der Kapitalanteile in defensive Industrien während Schocks festgestellt. Aus den Interviews ergibt sich ein uneinheitliches Bild. Während ein großer Teil der Berater eine Verschiebung hin zu defensiven Industriegruppen bestätigt, unterstützt dies nur ein kleiner Teil der Investorengruppe. Es besteht die Möglichkeit, dass diese unterschiedlichen Ergebnisse gegenüber vorherigen Arbeiten auch durch die gewählte Definition der defensiven Industriegruppen beeinflusst wurden. In der Literatur gibt es keine konsistente Definition von Industriegruppen und keine einheitliche Zuordnung entlang von zyklischen und defensiven Industrien. Diese Dissertation hat diesbezüglich einen Beitrag basierend auf wissenschaftlichen Quellen erarbeitet.

Eine weitere Erklärung könnte hier die von einem weiteren Teil der Investorengruppe gestützte Aussage liefern, dass unabhängig von Krisenphasen qualitativ hochwertige Unternehmen gesucht werden. Diese Unternehmen mit entwickelten

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Geschäftsmodellen, etablierten Kundenstämmen und stabilen Cashflows befinden sich häufig in ähnlichen Industrien, weshalb für Außenstehende potenziell der Eindruck entstehen kann, dass in diese in Krisenzeiten vermehrt investiert wird, da Transaktionen in zyklischen Industrien aufgrund der unsicheren Marktaussicht nicht mehr zustande kommen. Es ist auch möglich, dass insbesondere weniger erfahrene Investoren während Krisenzeiten Kapital in Industriegruppen allokieren, die sie als vermeintlich weniger risikoreich, da antizyklisch, wahrnehmen. Hinweise hierauf liefern die Erfahrungen einiger Experten, die eine solche Kapitalallokation bei Investoren beobachtet haben. Aufgrund der uneinheitlichen Datenlage besteht nicht ausreichend Evidenz, um diese Hypothese weiter zu unterstützen.

> **H7:** *Während eines ökonomischen Schocks intensivieren Private-Equity-Investoren ihr Engagement bei Portfoliounternehmen, beteiligen sich verstärkt an der Steuerung und streben vermehrte Wertschöpfung durch operative Arbeit an.*

Die operative Arbeit in Portfoliounternehmen war in vorangegangenen Forschungen ein eher weniger beachtetes Thema. Innerhalb des untersuchten Sets der systematischen Literaturanalyse haben 25 von 79 Publikationen dieses Sachgebiet behandelt. An dieser Stelle ist anzumerken, dass das Thema eine deutlich höhere konzeptionelle Komplexität besitzt als bspw. die Entwicklung von Transaktionen oder investiertem Kapital, die auf Basis quantitativer Daten erfasst werden können. Im Rahmen des Mixed-Methods-Ansatzes konnte diese Dissertation verschiedene Erkenntnisse gewinnen und weiterentwickeln.

Die initiale Literaturanalyse liefert Anhaltspunkte bezüglich der Bedeutung von operativer Portfolioarbeit. Bereits während der ersten Krisen der Private-Equity-Industrie Ende der 1980er Jahre postulierten Investoren vor dem Hintergrund von sich verschlechternden Finanzierungskonditionen, dass die operative Arbeit als Profitquelle an Relevanz gewinnen sollte. Ähnliche Absichten können im Nachgang zu mehreren ökonomischen Schocks in der Literatur nachvollzogen werden. Trotz dieser wiederkehrenden Betonung der Wichtigkeit operativer Arbeit im Kontext ökonomischer Schocks hat die systematische Literaturanalyse unterstrichen, dass dieses Thema bislang eher weniger erforscht ist. Während die quantitative Datenanalyse in dieser Dissertation aufgrund der Auswertung von Transaktionsdaten keine direkten

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Erkenntnisse zu operativer Arbeit hervorbrachte, lassen sich auf Basis der Experteninterviews mehrere Befunde ableiten. Investoren messen der operativen Dimension im Rahmen von ökonomischen Schocks eine wachsende Bedeutung zu. Die Ausführungen lassen darauf schließen, dass sich die Ausprägung operativer Portfolioarbeit während ökonomischer Schocks wandelt. Während Investoren ihre Tätigkeiten in regulären Marktphasen vor allem auf die Überwachung und Finanzsteuerung fokussieren, können sie während ökonomischer Schocks deutlich stärker in die operative Steuerung des Unternehmens eingreifen, indem sie bspw. Managementteams in der Neuordnung der Lieferantenlandschaft oder der kurzfristigen Erstellung von Personalkonzepten unterstützen. Dieser Sachverhalt unterstreicht die Fähigkeiten von Investoren und damit den Mehrwert, den sie Beteiligungsunternehmen bereitstellen.

8.2 Eigener Beitrag und Einordnung der Ergebnisse in die Literatur

Die Ergebnisse der Dissertation bestätigen die fundamentalen Befunde bisheriger Forschung zur Transaktionsaktivität, dem Zugang zu Finanzierung und Bewertungsanpassungen. Bisher formulierte Hypothesen hinsichtlich einer generellen Präferenz für defensive Industrien können nicht bestätigt werden. Auch sind die Resultate bezüglich einzelner präferierter Industriegruppen nuancierter. Während ein Rückgang in Industrieunternehmen (unter Berücksichtigung der hier gewählten Methodik zu ihrer Abgrenzung) bestätigt werden kann, kann eine generelle Präferenz für den Gesundheitssektor nur in zwei von drei Schocks bestätigt werden, was den Schluss zulässt, dass sich die Bedeutung und Wahrnehmung einzelner Industriegruppen seitens Investoren über die Zeit wandelt. Die Ergebnisse legen nahe, dass Investoren nicht generell ihre Investitionsstrategie während eines Schocks ändern, sondern dass die Auswahl der realisierbaren Transaktionen im Spannungsfeld zwischen risikoaverseren Investment-Committees innerhalb der Fonds und finanzierenden Banken, die die Finanzierung risikoreicherer Übernahmen reduzieren, zustande kommt.

Der breit angelegte Untersuchungsansatz dieser Dissertation greift eine Reihe von wissenschaftlichen Hypothesen zu Private Equity während ökonomischer Schocks auf und überprüft die Validität systematisch über Schocks, Regionen und Investorenklassen hinweg.

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Die bisherigen Ergebnisse zur Entwicklung der Transaktionsaktivität (siehe Cumming et al., 2005, für die DotCom-Krise; Bernstein et al., 2020, sowie Rizzi, 2009, und Mahieux, 2013, für die globale Finanzkrise; Haarmeyer, 2020, Brown & Rocha, 2020, sowie Sohl et al., 2020, für COVID-19) wurden im Rahmen dieser Arbeit über Schocks und Regionen geprüft. Die Resultate des Mixed-Methods-Ansatzes sind kongruent. Es liegt ausreichend Evidenz für die Annahme vor, dass über ökonomische Schocks hinweg die Transaktionsaktivität sinkt.

Auch die Ergebnisse von Uddin und Chowdhury (2021), Hege und Nuti (2011) sowie Baumeister und Muelke (2010) zu verringerten Bewertungen während ökonomischer Schocks können auf Basis der Untersuchungen bestätigt werden.

Der besondere Fokus liegt hierbei auf industriebasierten Änderungen in der Investitionsstrategie von General Partnern.

Die Befunde von Malik et al. (2020), die verstärkte Investitionen im Gesundheitssektor und FMCG Industrie in Indien aufzeigen, können auf Basis der statistischen Datenanalyse nicht über Schocks hinweg bestätigt werden. Der Gesundheitssektor hat zwar über die letzten beiden Schocks – COVID-19 und die globale Finanzkrise – einen relativen Anstieg in den Investitionsanteilen verbuchen können, jedoch eine Reduktion während der DotCom-Phase erlebt; eine systematische Bevorzugung kann daher nicht nachgewiesen werden. Gleiches gilt für die Erkenntnisse von Marzuki und Newell (2023) sowie Chen, Yang und Zhang (2021). Deren Ergebnisse sind vor allem für COVID-19 zu bestätigen, jedoch kein Beleg für eine systematische Präferenz.

Die Resultate von Sahli und Khemiri (2020) zu einem Rückgang von Investitionen in Industrieunternehmen können allgemein bestätigt werden, unter Berücksichtigung der gewählten Industrieklassifizierung. Für die Industriegruppe ‚technische Hardware', die für diese Dissertation verwendet wurde (bspw. im Kontrast zur Schwerindustrie), können die Ergebnisse verifiziert werden.

Haarmeyers (2020) Fazit zum COVID-19-Schock, dass Investoren systematisch zyklische Industrien gemieden haben, kann nicht bestätigt werden. Es finden sich über Schocks hinweg keine Erkenntnisse, die nahelegen, dass Investoren vermehrt

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Investitionen in zyklische Industrien reduzieren. Die gleiche Einordnung gilt für Musatovas (2009) Ergebnisse aus Russland während der globalen Finanzkrise.

Die Befunde von Matthews et al. (2009), dass Investoren versuchen, den Druck auf Profitmöglichkeiten im Kontext eines Schocks durch stärkere Fokussierung auf operative Wertschöpfung in den Portfoliounternehmen auszugleichen, kann auf Basis der Primäruntersuchungen bestätigt werden. Innerhalb der erweiterten Literatursichtung ergeben sich darüber hinaus Belege, dass dieser Ansatz bereits seit den ersten Abschwüngen der Private-Equity-Industrie in den 1980er Jahren praktiziert wurde und immer wieder mitigierend von Investoren aufgegriffen wird.

8.3 Implikationen für Stakeholder

Die Untersuchungsergebnisse haben Relevanz für ein breites Fachpublikum: für Banken, die Fremdkapital für LBO-Übernahmen bereitstellen und deren Geschäftsaktivität von der Transaktionsaktivität im Markt bestimmt wird; für GP, die ihre weitere Zukaufs- und Verkaufsstrategie am Markt ausrichten müssen; sowie für LP, die ihre Investitionen in PE prüfen und einen Ausblick auf die Branchenentwicklung erhalten möchten.

Die weitere Entwicklung der Anlageklasse PE ist nicht nur maßgeblich für die Liquidität und den Wertzuwachs von institutionellen Investierenden wie Pensionsfonds und Stiftungen, sondern kann als übergreifendes Abbild der allgemeinen wirtschaftlichen Lage angesehen werden.

8.3.1 Für General Partner

Für GPs mit Expertise in schwächelnden oder unbeliebten Branchen bieten Schocks bedeutende Chancen. Ihre Industriespezialisierung erlaubt ihnen, weiterhin geeignete Zielunternehmen für die Wertschöpfung auszuwählen. Kurzfristige Exit-Möglichkeiten und damit verbundene Kapitalausschüttungen nehmen ab; jedoch wächst der Pool an Übernahmekandidaten, da Wettbewerber zurückschrecken. Dies erzeugt kurzfristigen Druck und eröffnet langfristig starke Gewinnpotenziale. Unter finanziellem Stress stehende Unternehmen suchen finanzielle Unterstützung und akzeptieren

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Konditionen, die Investoren begünstigen. Reduzierte Bewertungen bieten Investitionsmöglichkeiten. Die Nutzung dieser Chancen erfordert von GPs, ihre Portfolioallokation, den Fondszeitplan, die Risikopräferenz sowie die Abstimmung mit der Gesamtanlagestrategie neu zu konfigurieren und an den wirtschaftlichen Ausblick anzupassen. Sie müssen auch Formate wie Kapitalerhöhungen und flexible Fremdkapitalmodelle in Betracht ziehen. Verschiebungen in den Anlagestrategien erfordern von LPs, auch den Anlagezeitraum anzupassen (z. B. sind Investitionen in schrumpfende Sektoren schwer zu rechtfertigen, wenn ein Fonds im nächsten Jahr fällig wird). Die Verlängerung der Rückzahlungsperiode um zwei bis drei Jahre überbrückt jedoch den kurzfristigen Druck und erschließt mittelfristige Renditen.

Das frühzeitige Erkennen von Schocks und ein schnelleres Handeln als die Konkurrenz bei branchegetriebenen Investitionen kann GPs einen Wettbewerbsvorteil verschaffen. Der Vergleich des Rückgangs der EBITDA-Multiplikatoren mit demjenigen der Transaktionswerte zeigt, dass Letztere stärker sinken, was darauf hindeutet, dass Investoren kleinere Transaktionen bevorzugen, um ‚Clustering'-Risiken zu reduzieren.

8.3.2 Für Limited Partner

Obwohl Limited Partner im Private-Equity-Modell keine direkten Investitionsentscheidungen treffen, üben sie über die Bereitstellung von Eigenkapital Einfluss auf General Partner und deren Anlageverhalten aus. Die Ergebnisse dieser Arbeit liefern eine Reihe von Implikationen für Limited Partner. Es konnte herausgearbeitet werden, dass General Partner während Aufschwungphasen, die häufig vor ökonomischen Schocks auftreten, immer riskantere Übernahmen realisieren, mit höheren Verschuldungsgraden und größeren Kapitalallokationen. Dies ist u. a. auf den erheblichen Anteil an Eigenkapital zurückzuführen, den Limited Partner bereitstellen und aus dem ein Anlagedruck erwächst, den General Partner in riskantere Transaktionen übersetzen. Vor diesem Hintergrund wäre entweder eine moderatere Eigenkapitalallokation oder eine geschärfte Vereinbarung zum Risikomanagement der General Partner empfehlenswert, die bspw. Transaktionen ab einer bestimmten Größe für einen Fonds ausschließt, kombiniert mit einer Limitierung des maximal

10.15772/ANDRASSY.2026.008

anwendbaren Verschuldungsgrads (gemessen am EBITDA-Multiple und der Nettoverschuldung).

Neben der gezielten Risikosteuerung und Eigenkapitalallokation erlauben die Ergebnisse dieser Arbeit den Limited Partnern, verbessert die Investitionsstrategie der General Partner während eines ökonomischen Schocks zu prüfen und entlang der Ausrichtung am Marktumfeld zu hinterfragen. Limited Partner, die in Fonds investiert haben, die während eines ökonomischen Schocks Übernahmen in von anderen Investoren zunehmend gemiedenen Industrien anstreben (bspw. Materialien, technische Hardware), müssen sich hinsichtlich der Perspektive und ihres Investitionszeitraums im Klaren sein, dass sich Exit- und damit Profitmöglichkeiten kurzfristig verschlechtern. Kurzfristige Kapitalausschüttungen aus reifen Fonds, die in schwächelnde Branchen investiert sind, wirken sich auf die Gewinne aus, während zusätzliche Flexibilität mittelfristige Renditen ermöglicht, insbesondere bei branchenspezialisierten Fonds.

LPs müssen ihre eigene Risikopräferenz, den Zeitplan der Kapitalausschüttung sowie ihre Rolle neu bewerten und sollten die Beteiligung und Unterstützung der GPs evaluieren. Kurzfristige Kapitalausschüttungen aus Fonds mit Bezug zu schwächelnden Branchen führen zu Einbußen der Profitabilität. LPs sollten kritisch gegenüber den Investitionen der GPs bleiben und folgende Fragen bewerten: Platzieren GPs bestimmte Investitionen, um von Nutzenpotenzialen zu profitieren (z. B. attraktive Investitionen in schrumpfenden Sektoren, die sie aufgrund ihrer Branchenerfahrung identifizieren können), oder folgen sie den allgemeinen Trends vermeintlich stabiler Branchen? Schocks erfordern eine enge Zusammenarbeit zwischen LPs und GPs. Darüber hinaus können Limited Partner während ökonomischer Schocks regionen- und fondsübergreifend das Engagement der General Partner in der operativen Wertschöpfung innerhalb der Portfoliounternehmen hinterfragen. Obwohl bereits nach den ersten Abschwungphasen der Private-Equity-Industrie in den 1980er Jahren verstärkt der Fokus auf der operativen Wertschöpfung betont wurde und die Wichtigkeit dieses Themas auch im Rahmen dieser Arbeit

10.15772/ANDRASSY.2026.008

unterstrichen werden konnte[99], gibt es immer noch eine Reihe von Private-Equity-Fonds, die dieses Thema eher mit verringerter Priorisierung verfolgen[100]. Hier können Limited Partner vertieft ansetzen und eine höhere Bereitschaft zur operativen Wertschöpfung einfordern, auch um krisenresistenter agieren zu können.

8.3.3 Für Finanzierungspartner

Finanzierungspartner (vor allem in Form von Banken, aber auch Debt- und Derivate-Fonds) haben über die großen ökonomischen Schocks der Vergangenheit häufig Verluste bis hin zu kompletten Ausfällen ihrer Investitionen hinnehmen müssen. Ein wiederkehrendes Muster über die Schocks ergibt sich dahingehend, dass während vorheriger Boomphasen die Verschuldungsgrade systematisch erhöht werden (vgl. die erste PE-Boomphase der 1980er Jahre sowie den Zeitraum vor der globalen Finanzkrise, 2004–2007). Zusätzlich werden größere Mengen an Liquidität, auch in Form von Fremdkapital, zur Verfügung gestellt. Die Refinanzierungskosten werden im Kontext allgemein niedriger Leitzinsen gesenkt. Private-Equity-Investoren können daher leichter und günstiger Übernahmen realisieren und mit Fremdkapital refinanzieren. Mit erhöhten Verschuldungsgraden steigt jedoch das Risiko eines Ausfalls im Falle einer Zinserhöhung (Refinanzierungskosten steigen) oder eines wirtschaftlichen Abschwungs (hohe Zinslast kann nicht refinanziert werden). Die erste Implikation für Finanzierungspartner ergibt sich daher bezüglich der Refinanzierungskonditionen: Auch in Boomphasen sollten übergreifende Standardindikatoren in Bezug auf Verschuldungsgrade und Risikosteuerungen eingehalten werden, um Risiken in Abschwungphasen des Marktes zu limitieren. Verschuldungsgrade oberhalb von 4 x EBITDA haben sich in der Vergangenheit als risikoanfällig während Krisen herausgestellt und sollten daher nicht überschritten werden.

[99] Obwohl operative Wertschöpfung in Beteiligungsunternehmen innerhalb der systematischen Literaturanalyse als ein bislang eher weniger betrachtetes Thema identifiziert wurde, konnte die aktuelle Bedeutung für Investoren im Rahmen der qualitativen Experteninterviews bestätigt werden

[100] Hierzu zählen bspw. große Private Equity Fonds, welche keine eigenen operativen Wertschöpfungsteams unterhalten und im Rahmen von LBO Investitionen priorisiert auf Arbitrage und Financial Engineering setzen

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Darüber hinaus sollten Finanzierungspartner basierend auf den Ergebnissen dieser Dissertation die Anlagestrategie von Investoren, mit denen sie eine Finanzierung erwägen, hinsichtlich ihrer industriebasierten Kapitalallokation prüfen. Investoren mit überproportional hohen Investitionen in Materialien und technische Hardware werden perspektivisch während Schocks größere Schwierigkeiten haben, ihre Investitionen zu veräußern, da andere Investoren diese Segmente konsistent meiden und ihre Allokationen verringern. Dies impliziert größere Herausforderungen bezüglich des Kapitalbedarfs (insbesondere wenn berücksichtigt wird, dass Beteiligungsunternehmen in diesen Branchen ohnehin kapitalintensiver sind). Diese Risikoperspektive wird derzeit bei der Bestimmung von Refinanzierungskonditionen noch nicht ausreichend einbezogen, sollte aber bei der Bemessung von Verschuldungsgraden sowie Zinskonditionen beachtet werden. Gleichzeitig ergibt sich die Perspektive für Investoren mit Beteiligungen in Bereichen wie Versicherungen oder Energie, verbesserte Refinanzierungskonditionen bereitstellen zu können.

8.3.4 Für Beteiligungsunternehmen

Diese Dissertation ermöglicht Beteiligungsunternehmen, die während einer ökonomischen Schockphase eine Finanzierung suchen, ein verbessertes Verständnis über Gelegenheiten, diese von Private-Equity-Investoren in Form einer Eigenkapitalbeteiligung zu erhalten. Darüber hinaus gibt die Arbeit Einblicke in die Auswahlkriterien und Abwägungen von Investoren bei Beteiligungsunternehmen. Unternehmen können daher ihre Finanzierungsprozesse und Verhandlungen innerhalb von Beteiligungsprozessen mit Private-Equity-Investoren dem Marktumfeld verbessert anpassen sowie Narrative in der Beteiligung enger an den Grundüberlegungen von Investoren ausrichten. Der Zeitpunkt eines Vertragsschlusses bei einer Beteiligung spielt eine kritische Rolle für die Vorteilhaftigkeit der Vertragskomponenten. Gemäß den Ergebnissen dieser Arbeit verbessert sich die Position von Unternehmen in Bereichen wie Versicherungen, Banken, Energie und Pharmazie während einer Krise, auch wenn Bewertungen absolut gesehen zurückgehen und die Transaktionsaktivität im Allgemeinen sinkt. Investoren präferieren jedoch diese Unternehmen verstärkt (bspw. gegenüber Industrieunternehmen) und sind im relativen Vergleich mit der Phase vor dem Schock ggf. gewillt, bessere Konditionen zuzusichern sowie schneller eine Beteiligung einzugehen. Die Ergebnisse der Arbeit liefern Beteiligungsunternehmen zudem eine

10.15772/ANDRASSY.2026.008

relevante Hilfestellung bezüglich der Zeitleiste für die Verhandlungen zu Beteiligungen innerhalb einer Krise. Unternehmen können diese Verhandlungen mit Investoren entsprechend der allgemeinen Unsicherheit am Markt (gemessen durch den PMI) führen und Erwartungen zu Finanzierungskonditionen entlang ihrer Industriegruppe ausrichten.

CAPEX-intensive Unternehmen, insbesondere in Sektoren wie Materialien und technische Hardware, sollten aufgrund der konsistent reduzierten Kapitalallokation während eines ökonomischen Schocks andere externe Finanzierungsquellen als Private Equity in Erwägung ziehen oder substanzielle Renditeaufschläge und Mitspracherechte akzeptieren.

8.3.5 Für die Öffentlichkeit

Private Equity wurde Mitte der 1980er Jahre einer breiteren Öffentlichkeit bekannt und hat dort seitdem eine problematische Wahrnehmung. Über die verschiedenen Auf- und Abschwungzyklen wurden insbesondere die größeren Verluste Ende der 1980er sowie Entlassungen von Arbeitnehmern nach Unternehmensübernahmen Mitte der 2000er öffentlich debattiert und durch Politiker aufgegriffen. Obwohl Private Equity nicht direkt zur globalen Finanzkrise beigetragen hat, waren die Investoren von der strikteren Regulierung im Rahmen des AIFMD (EU) und des Dodd-Frank Act (USA) ebenfalls betroffen.

Diese Arbeit ermöglicht ein besseres Verständnis nicht nur für Anpassungen in der Anlagestrategie von Investoren während ökonomischer Schocks, sondern auch für das Zustandekommen von ökonomischen Krisensituationen für Investoren und deren Beitrag hierzu. Die Öffentlichkeit sollte im Hinblick auf die Abschwungphasen von Private Equity, die häufig auf ökonomische Schocks folgen, verstehen, dass diese in vielen Fällen maßgeblich durch die Kombination eines expansiven makroökonomischen Umfelds (niedrige Leitzinsen, hohe Verfügbarkeit von Liquidität im Markt) mit laxerem Risikomanagement (Covenant-lite-Strukturen, Akzeptieren hoher Verschuldungsgrade bei Beteiligungsunternehmen) bei der Kreditvergabe von Banken begünstigt worden sind. Institutionelle Investoren in Form von Pensions- und Staatsfonds haben dazu durch die Bereitstellung steigender Mengen an Eigenkapital einen Anlagedruck kreiert. In diesem Spannungsfeld von hohem Anlagedruck,

10.15772/ANDRASSY.2026.008

günstigen Zinsen sowie laxer Risikokontrolle sind Beteiligungsentscheidungen von Investoren zu erklären, die sehr risikoreich waren und in folgenden Abschwungphasen zu substanziellen Verlusten geführt haben. Für die Öffentlichkeit ist es relevant, besser zu verstehen, wie diese Entscheidungen zustande kamen und welche weiteren Akteure neben den General Partnern der Private-Equity-Fonds dafür verantwortlich waren.

10.15772/ANDRASSY.2026.008

9 Schlussbetrachtung

9.1 Abschließende Reflexionen

Die bisherige Forschung zu Private-Equity-Investitionen während ökonomischer Schocks hat sich priorisiert auf eine Reihe von generischen Aspekten der übergreifenden Marktparameter fokussiert. Die bestehenden Befunde zu Elementen der Anlagestrategie und direkten Anpassungen von Investoren sind deutlich fragmentierter und liefern keine konsistenten Ergebnisse. Der Beitrag dieser Arbeit besteht im Wesentlichen aus zwei Aspekten: Zentrale Parameter der Investitionsstrategie von Investoren werden konsistent über ökonomische Schocks und Regionen validiert. Darüber hinaus werden zugrunde liegende Mechanismen und Überlegungen der Investoren basierend auf den Experteninterviews beschrieben. Diese Kombination ist ein neuer Beitrag zum bisherigen Forschungsstand.

Die Resultate bestätigen bisherige Befunde, dass es eine Verschiebung zu bestimmten Industriegruppen über Schocks hinweg gibt, die Transaktionsaktivität sowie Unternehmensbewertungen abnehmen, der Zugang zu Finanzierung erschwert ist und die Bedeutung von operativer Arbeit steigt. Die Untersuchung erweitert die Literatur in drei zentralen Punkten: Erstens ergeben sich Verschiebungen innerhalb von Industriegruppen dahingehend, dass Investoren nicht bestimmte Industrien per se vorziehen, sondern die Diskrepanz zwischen qualitativ hochstehenden Unternehmen mit robusten Geschäftsmodellen und weniger soliden Unternehmen deutlich stärker akzentuiert wird. Die Experteninterviews legen nahe, dass Investment-Committees sowie finanzierende Banken deutlich risikoaverser werden, wodurch Transaktionen für risikoreichere Unternehmen, die vermehrt in Sektoren wie Materialien oder technischer Hardware angesiedelt sind, zurückgehen könnten. Zweitens diversifizieren General-Partner-Investoren im Kontext der schwieriger werdenden Finanzierung die Quellen von Finanzmitteln und erweitern das Portfolio bspw. um Mezzanine- und Private-Debt-Kapital. Auch legen die Ergebnisse nahe, dass sich in vielen Fällen die Rolle von Fremdkapitalgebern von reinen Finanzierern hin zu strategischen Transaktionspartnern entwickelt. Die Bedeutung der operativen Arbeit steigt. Drittens finden sich darüber hinaus Anhaltspunkte dafür, dass sich die Quelle der Wertschöpfung innerhalb der operativen Arbeit ändert. Während sich Investoren in Expansionsphasen verstärkt auf Monitoring und Kontrolle der Portfoliounternehmen

10.15772/ANDRASSY.2026.008

fokussieren, unterstützen sie in Schockphasen das Management der Beteiligungsunternehmen in zentralen strategischen Aufgaben wie der Ordnung der Lieferantenlandschaft und der Erarbeitung eines angepassten Personalkonzepts.

Überraschend ist, dass im Rahmen der Untersuchung keine systematische Präferenz für defensive Industriegruppen festgestellt werden konnte. Innerhalb der Literatur ergibt sich eine starke Fokussierung auf defensive Industrien, was auch im Kontext der allgemeinen Unsicherheit eines ökonomischen Schocks nachvollziehbar scheint. Eine mögliche Erklärung hierfür liegt in der Entwicklung und Wahrnehmung von Industriegruppen über die Zeit. Die Bedeutung und teilweise sogar der Status der Zyklizität haben sich in der Wahrnehmung von Investoren mit der Zeit verändert. Die Softwareindustrie, die im Kontext der IT-Welle der 2010er Jahre massiv an Bedeutung gewann, ist klassischerweise basierend auf dem Beta-Wert eine zyklische Industrie, die jedoch mit Mission-Critical Software sowie serviceorientierten Geschäftsmodellen einige sehr stabile Nischen umfasst, die traditionell von Private-Equity-Investoren präferiert werden. Machinery-&-Technology-Werte wurden Anfang der 2000er Jahre nach dem Platzen der DotCom-Blase vermehrt von Investoren gesucht; heute wird die Industriegruppe (bspw. im Vergleich mit dem Gesundheitssektor) als zyklisch angesehen und auch aufgrund der hohen CAPEX-Bedarfe von Investoren eher gemieden. Im Kontext dieser breiten Streuung von Geschäftsmodellen innerhalb der größten und über Zeit am stärksten gewachsenen Industriegruppen sowie der stetigen Wandlung im Investorenverhalten hinsichtlich der Wahrnehmung von Zyklizität ist eine konsistente Präferenz von defensiven Industrien mit einer konstanten Definition über die Zeit nicht nachzuweisen.

Ein weiteres überraschendes Ergebnis ist die hohe Relevanz, die operative Arbeit in den Portfoliounternehmen für Investoren hat. Im Rahmen der systematischen Literaturanalyse, kombiniert mit den Experteninterviews, konnte unterstrichen werden, dass Investoren dieses Thema als zunehmend bedeutsam erachten und darüber hinaus betonen, dass sie in den nächsten Jahren vermehrt Anstrengungen in diesem Bereich bündeln möchten (bedingt auch teilweise durch positive Erfahrungen, die mit verstärkter operativer Steuerung in den Unternehmen während des COVID-19-Schocks gemacht wurden). Die vertiefte inhaltliche Literaturauswertung über die historische Entwicklung der Private-Equity-Industrie sowie vorherige

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Abschwungphasen der Industrie legt hingegen den Verdacht nahe, dass die Fokussierung auf operative Wertsteigerungsarbeit (und damit eine Art priorisierte Wertschöpfung[101]) keine neue Entwicklung der letzten Jahre ist, sondern eine Art reflexhafte Reaktion auf Abschwünge nach Krisenzeiten. Die Priorisierung von operativer Wertschöpfung wurde von General Partnern bereits in Reaktion auf die Abschwünge der 1980er und 1990er Jahr forciert. Da der Zugang zu Fremd- und Eigenkapital erschwert war, konzentrierten sich General Partner auf die Wertschöpfung bei bestehenden Beteiligungsunternehmen, auch um Verluste im eigenen Portfolio zu reduzieren.

9.2 Limitationen

Diese Studie weist mehrere Einschränkungen auf. Erstens wurden nur Buy-Side-Transaktionen analysiert und keine Sell-Side-Transaktionen, was die Erkenntnisse hinsichtlich ganzheitlicher Portfolioanpassungen einschränkt. Zudem sind Bewertungen auf Industrieebene, die bei der Planung von Akquisitionsaktivitäten hilfreich wären, nicht vollständig abgebildet. Des Weiteren umfasst der Untersuchungszeitraum nur drei bedeutende wirtschaftliche Schocks, was die allgemeine Anwendbarkeit der Ergebnisse begrenzt. Darüber hinaus liegen aufgrund fehlender Renditedaten keine Erkenntnisse über den Erfolg oder Misserfolg industriebasierter PE-Investitionsstrategien vor.

9.3 Ansatzpunkte für weitere Untersuchungen

Die vorliegende Dissertation liefert einen Beitrag zum Verständnis der Anlageentscheidungen von Private-Equity-Investoren während Phasen ökonomischer Schocks. Trotz des gewählten Mixed-Methods-Ansatzes sowie einer möglichst breit gewählten Abdeckung von Schocks ergibt sich eine Reihe weiterer Ansatzpunkte für zukünftige Forschungen.

[101] General Partner Investoren erklären ihren Mehrwert gegenüber Limited Partner Investoren häufig mit ihrer Fähigkeit zur operativen Wertschöpfung, einer Wertschöpfung die aktiv forciert werden muss und die so für andere Investoren nur schwer zu kopieren ist. Wertschöpfung aus einem Verschuldungseffekt ist in der Form einfach auch für andere Investoren zu realisieren

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Der erste Anknüpfungspunkt geht aus der quantitativen Datenauswertung hervor. Diese wurde anhand von Transaktionsdaten vorgenommen, was zwar eine hohe Verlässlichkeit hinsichtlich tatsächlicher Veränderungen bietet, jedoch Limitationen bezüglich der zugrunde liegenden Treiber hinter den Veränderungen mit sich bringt. Künftige Forschungen können an dieser Stelle anknüpfen, indem insbesondere Unterschiede in den Bewertungen von Unternehmen und Industriezweigen näher beleuchtet werden. Hierbei wäre es vor allem entscheidend, die im Rahmen dieser Arbeit festgestellten überproportionalen Veränderungen in der Allokation von Kapital in einzelnen Industriezweigen in Relation zu den Bewertungen der Beteiligungsunternehmen zu setzen. Daraus ließe sich ableiten, ob ein verstärktes Investieren ggf. durch starke Bewertungsabfälle gestützt wird oder ob Investoren Beteiligungen in diesen Industriezweigen trotz gleichbleibender oder ggf. sogar steigender Bewertungen suchen. Letzteres würde die Hypothese von Irrationalitäten bei Investoren während ökonomischer Schocks weiter stärken. Relevant wäre in diesem Zusammenhang insbesondere die Korrelation zwischen vermeintlicher Sicherheit eines Industriezweigs und der Bereitschaft zur Zahlung einer überproportionalen Bewertung. Die Experteninterviews dieser Dissertation liefern hierzu erste Implikationen; die genaue Beschreibung und statistische Untersuchung bieten zweckdienliche Ansatzpunkte zur weiteren Festigung von Erkenntnissen über Krisenanpassungen von General Partnern innerhalb von Private-Equity-Fonds.

Im Rahmen dieser Erhebung konnte die gestiegene Bedeutung von operativer Arbeit zwischen General Partnern und Beteiligungsunternehmen in Krisenzeiten unterstrichen werden. Darüber hinaus wurden Fokusbereiche wie bspw. das Sichern von Liquidität sowie enges finanzielles Monitoring identifiziert. Obwohl diese Ergebnisse Anhaltspunkte für General Partner geben, ist in diesem Kontext noch eine Reihe von Folgefragen unbeantwortet. Welcher Ansatz in der operativen Arbeit von General Partnern ist der produktivste? Einer, der sich ausschließlich auf Monitoring, Liquiditätssicherung und marktbezogene Themen wie Refinanzierungen beschränkt? Oder einer, der tief in operative Fragen wie die Gestaltung von Produktionsprozessen und Lieferketten hineinreicht, bis hin zu Marketingmaßnahmen und direkten Kundenverhandlungen? Diese Thematik gilt es insbesondere im Kontext einer Krisensituation zu betrachten. Sind in solchen Zeiten andere Kompetenzen von

10.15772/ANDRASSY.2026.008

General Partnern wichtig als in Phasen des Wachstums, oder unterscheiden sich diese nicht?

Eine der Kernfragen dieser Arbeit betraf die Verschiebung der Transaktionsaktivität entlang von Industrien. Die Untersuchung liefert Belege für eine überproportionale industriebezogene Umschichtung von Kapital und Transaktionsaktivitäten. Hieraus ergeben sich Implikationen für Investoren mit Beteiligungen und mit Beteiligungsabsichten. Ein kritischer Aspekt, der im Rahmen dieser Arbeit teilweise durch die Variation der quantitativen Datenanalyse entlang unterschiedlicher PMI-Schwellenwerte adressiert wurde, jedoch weiterer Aufmerksamkeit bedarf, ist die Zeitachse. Die zeitliche Abstimmung von Investitionsentscheidungen, sowohl auf der Kauf- als auch Verkaufsseite, ist ein zentraler Faktor für Investoren. In hochdynamischen Krisensituationen wie bspw. COVID-19 oder der globalen Finanzkrise können wenige Wochen Verzug in der Entscheidung am Ende einen substanziellen Einfluss auf die realisierte Rendite ausüben.

Hinsichtlich des Forschungsdesigns wurde eine derzeit unterrepräsentierte Methode eingesetzt: eine qualitative Erhebung zu Anlagestrategien unter Investoren. Der Großteil der bisherigen wissenschaftlichen Arbeiten fokussierte sich auf quantitative Untersuchungen von marktbezogenen Faktoren. Diese Dissertation liefert hierzu einen ersten Beitrag anhand von qualitativen Experteninterviews. Zukünftige Forschung würde davon profitieren, ähnliche Formate mit einer größeren Anzahl von Experten und mit verstärktem Blick auf die Beweggründe hinter Anpassungen in der Investmentstrategie umzusetzen. Der Großteil der befragten Experten dieser Arbeit stammt aus Deutschland; weitere Untersuchungen könnten eine größere internationale Diversität seitens der Experten anstreben. Auch ein verstärktes Herausarbeiten der Unterschiede zwischen Investorenklassen (Leveraged Buyout, Growth Equity, Venture Capital, Turnaround) würde die Repräsentations- und Aussagekraft der Ergebnisse erhöhen.

Ökonomische Schocks treten in unterschiedlichen Größen, Zeiträumen und regionalen Verteilungen auf. Diese Arbeit beleuchtet drei der größten ökonomischen Schocks der letzten Jahrzehnte; jedoch besteht eine potenzielle Limitation in der Anwendbarkeit der Resultate auf kleinere Schocks oder deutlich regional beschränkte Krisen. Eine

10.15772/ANDRASSY.2026.008

kontrastierende Forschung mit entsprechendem Fokus würde die Generalisierbarkeit der Erkenntnisse insbesondere hinsichtlich industriebezogener Kapitalreallokationen verstärken.

In dieser Arbeit wurde eine Reihe von Qualitätskriterien priorisiert, um eine möglichst hohe Generalisierbarkeit der Ergebnisse gewährleisten zu können. Trotzdem bestehen naturgemäß Einschränkungen, die im Rahmen zukünftiger Forschung vertieft adressiert werden können. Aufgrund des derzeitigen Entwicklungsstatus der Private-Equity-Industrie entlang der Regionen weist das verwendete Datenset eine starke Gewichtung von Nordamerika und Europa auf. Asien und insbesondere Afrika sind unterrepräsentiert. Dies schränkt die Generalisierbarkeit der Resultate in diesen Regionen ein, auch weil im Rahmen der Arbeit keine gebietsspezifischen Vertiefungsanalysen vorgenommen wurden. Hier kann zukünftige Forschung anknüpfen, um auch für unterrepräsentierte Regionen Ergebnisse weiter zu validieren und zu verfeinern.

Die Untersuchungen im Rahmen dieser Arbeit umfassen alle Subsegmente von Investoren innerhalb von Private Equity. Auch hier bestehen gewisse Einschränkungen in der Generalisierbarkeit der Befunde. Aufgrund der Übergewichtung von Leveraged-Buyout-Fonds sowie Venture Capital gilt es für anknüpfende Forschungen, die Resultate dezidiert für kleinere Investorensegmente wie bspw. Turnaround-Investoren zu bestätigen. Sachlogisch ergeben sich Anknüpfungspunkte, die darauf schließen lassen, dass für Turnaround-Investoren insbesondere eine Hinwendung zu Industriegruppen, die von anderen Investoren vernachlässigt werden, attraktiv sein kann, da diese Industrien a) stark zyklisch und damit von ökonomischen Schocks stärker betroffen sind als andere Industrien, b) deutlich niedrigere Einstiegsbewertungen aufweisen, welche größeres Potential für Gewinnsteigerungen bieten und c) aufgrund hoher Anlagekapital- und Working-Capital-Bestände hohes Wertsteigerungspotential aufweisen.

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Anhang

Literaturverzeichnis

Acemoglu, D., & Robinson, J. A. (2012). *Why nations fail: The origins of power, prosperity, and poverty.* Crown Publishers.

Acharya, V. V., Gottschalg, O. F., Hahn, M., & Kehoe, C. (2013). Corporate governance and value creation: Evidence from private equity. *The Review of Financial Studies*, *26*(2), 368-402.

Achleitner, A.-K., Braun, R., & Engel, N. (2011). *Value creation and pricing in buyouts: Empirical evidence from Europe*. Journal of Private Equity, 14(2), 8–23.

Agatón Lombera, D. I., Cardoso López, D. A., López Cabrera, J. A., & Nuñez Mora, J. A. (2024). Market reactions to US financial indices: A comparison of the GFC versus the COVID-19 pandemic crisis. *Economies, 12*(7), 165.

Aigner, P., Albrecht, S., Beyschlag, G., Friederich, T. I. M., Kalepky, M., & Zagst, R. (2008). What drives PE? Analyses of success factors for private equity funds. *The Journal of Private Equity*, 63-85.

Akerlof, G. A. (1978). The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism. In *Uncertainty in economics* (pp. 235-251). Academic Press.

Alexakis, C., Kenourgios, D., Pappas, V., & Petropoulou, A. (2021). From dotcom to COVID-19: A convergence analysis of Islamic investments. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, 75*, 101423.

Altman, E. I., Hotchkiss, E., & Wang, W. (2019). *Corporate financial distress, restructuring, and bankruptcy: analyze leveraged finance, distressed debt, and bankruptcy*. John Wiley & Sons.

Appelbaum, E., & Batt, R. (2014). *Private Equity at Work.* Russell Sage Foundation.

Arrow, K. J. (1986). Rationality of Self and Others in an Economic System. Journal of Business, 59(4), S385–S399.

Arundale, K., and Mason, C. (2020). Private equity and venture capital: Riding the COVID-19 crisis. Billio, M., & Varotto, S. eds., *A New World Post COVID-19 – Lessons for Business, the Finance Industry and Policy Makers*. Venezia, 193-204.

Auer, D. (2022). Firing discrimination: Selective labor market responses of firms during the COVID-19 economic crisis. *PloS one*, *17*(1), e0262337.

Axelson, U., Jenkinson, T., Strömberg, P., & Weisbach, M. S. (2013). Borrow cheap, buy high? The determinants of leverage and pricing in buyouts. *The journal of finance*, *68*(6), 2223-2267.

Badertscher, B., Katz, S. P., & Rego, S. O. (2010). *The impact of private equity ownership on corporate tax avoidance* (No. 10-004). Harvard Business School.

Baker, S., Bloom, N., Davis, S., & Terry, S. (2020). COVID-induced economic uncertainty and its consequences. VoxEU. org, 13.

Balboa, M., & Marti, J. (2001). The determinants of PE fundraising in western Eu-rope. Available at SSRN 269789.

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Balyuk, T., & Fedyk, A. (2023). Divesting under pressure: US firms' exit in response to Russia's war against Ukraine. Journal of Comparative Economics, 51(4), 1253-1273.

Barber, B. M., & Yasuda, A. (2017). Interim fund performance and fundraising in private equity. *Journal of Financial Economics, 124*(1), 172–194.

Baumeister, A., & Muelke, M. (2010). PE Exits: German Trade and Secondary Sales in the Financial Crisis. The Journal of Private Equity, 47-56.

Bain & Company. (2010). *Global Private Equity Report.*

Bain & Company. (2014). *Global Private Equity Report.*

Bain & Company. (2020). *Global Private Equity Report*.

Bates, J., Best, P., McQuilkin, J., & Taylor, B. (2017). Will web search engines replace bibliographic databases in the systematic identification of research?. *The Journal of Academic Librarianship*, *43*(1), 8-17.

Bellavitis, C., Fisch, C., & McNaughton, R. B. (2022). COVID-19 and the global venture capital landscape. *Small Business Economics, 59*(3), 781–805.

Bellucci, A., Borisov, A., Gucciardi, G., & Zazzaro, A. (2020). *The Reallocation Effects of COVID-19: Evidence from Venture Capital Investments around the World*. Publications Office of the European Union.

Ben-David, I., Franzoni, F., & Moussawi, R. (2012). Hedge fund stock trading in the financial crisis of 2007–2009. *The Review of Financial Studies*, *25*(1), 1-54.

Berger, R. (2015). Now I see it, now I don't: Researcher's position and reflexivity in qualitative research. *Qualitative Research, 15*(2), 219–234.

Bernanke, B. S. (2012, August 31). *Monetary policy since the onset of the crisis*. Federal Reserve Board. https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20120831a.htm

Bernstein, S., Lerner, J., & Mezzanotti, F. (2019). Private equity and financial fragility during the crisis. *The Review of Financial Studies*, *32*(4), 1309-1373.

Bernstein, S., Lerner, J., & Mezzanotti, F. (2020). Private equity and portfolio companies: Lessons from the global financial crisis. *Journal of Applied Corporate Finance*, *32*(3), 21-42.

Bernstein, S., Lerner, J., Sorensen, M., & Strömberg, P. (2017). Private equity and industry performance. *Management Science*, *63*(4), 1198-1213.

Bertoni, F., Ferrer, M. A., & Martí, J. (2013). The different roles played by venture capital and private equity investors on the investment activity of their portfolio firms. *Small Business Economics, 40,* 607-633.

Bharath, S. T., & Dittmar, A. K. (2010). Why do firms use private equity to opt out of public markets?. *The Review of Financial Studies*, *23*(5), 1771-1818.

Blanchard, O. J., & Fischer, S. (1989). *Lectures on macroeconomics.* MIT Press.

Blankenburg, S., & Palma, J. G. (2009). Introduction: The global financial crisis. *Cambridge Journal of Economics, 33*(4), 531–538.

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Bogner, A., Littig, B., & Menz, W. (2014). *Interviews mit Experten: eine praxisorientierte Einführung*. Springer-Verlag.

Borio, C. (2020). The COVID-19 economic crisis: Dangerously unique. *Business Economics, 55*(4), 181.

Boyson, N. M., Stahel, C. W., & Stulz, R. M. (2010). Hedge fund contagion and liquidity shocks. *The Journal of Finance*, *65*(5), 1789-1816.

Börsch-Supan, A., & Schnabel, R. (2013). *Volkswirtschaft in fünfzehn Fällen: Studien in angewandter Mikro-und Makroökonomie*. Springer-Verlag.

Braun, R., & Stoff, I. (2016). The cost of PE investing and the impact of dry powder. The Journal of PE, 22-33.

Brettel, M. (2008). *Private Equity-Investoren: Eine Einführung*. W. Kohlhammer Verlag.

Brown, R., & Rocha, A. (2020). *Entrepreneurial uncertainty during the Covid-19 crisis: Mapping the temporal dynamics of entrepreneurial finance. Journal of Business Venturing Insights, 14, e00174.*

Brunnermeier, M. K. (2009). Deciphering the liquidity and credit crunch 2007–2008. *Journal of Economic Perspectives, 23*(1), 77–100.

Burth, B., & Reißig-Thust, S. (2019). Private equity deal success and pre-acquisition determinants: Empirical evidence from Germany. *Applied Economics, 51*(2), 141–154.

Brynjolfsson, E., & Kahin, B. (2000). *Understanding the Digital Economy: Data, Tools, and Research.* MIT Press.

Brynjolfsson, E., & McAfee, A. (2014). *The second machine age: Work, progress, and prosperity in a time of brilliant technologies*. W. W. Norton & Company.

Buchanan, D. A., & Denyer, D. (2013). Researching tomorrow's crisis: methodological innovations and wider implications. *International Journal of Management Reviews*, *15*(2), 205-224.

Burrough, B., & Helyar, J. (1990). *Barbarians at the gate: The fall of RJR Nabisco*. HarperCollins.

Cabral-Cardoso, C., Cortez, M. C., & Lopes, L. (2016). Venture capital and the financial crisis in Portugal: The VC managers' viewpoint. *Journal of Small Business and Enterprise Development, 23*(4), 1032–1056.

Carpenter, R. E., & Petersen, B. C. (2002). Capital market imperfections, high-tech investment, and new equity financing. *The economic journal*, *112*(477), F54-F72.

Caselli, S., & Negri, G. (2021). Private equity and venture capital in Europe: markets, techniques, and deals. Academic Press.

Creswell, J. W., & Plano Clark, V. L. (2018). *Designing and conducting mixed methods research* (3rd ed.). SAGE Publications.

Castillo-Montoya, M. (2016). Preparing for interview research: The interview protocol refinement framework. *The Qualitative Report, 21*(5), 811–831.

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Chen, Y., Yang, W., & Zhang, L. (2021). The impact of the COVID-19 on private equity. In *2021 3rd International Conference on Economic Management and Cultural Industry (ICEMCI 2021)* (pp. 2190–2197). Atlantis Press.

Chung, J. W., Sensoy, B. A., Stern, L., & Weisbach, M. S. (2012). Pay for performance from future fund flows: The case of private equity. *The Review of Financial Studies, 25*(11), 3259–3304.

Coval, J. D., Jurek, J. W., & Stafford, E. (2009). The economics of structured finance. *Journal of Economic Perspectives, 23*(1), 3–25.

Climent, F., & Meneu, V. (2003). Has 1997 Asian crisis increased information flows between international markets? *International Review of Economics & Finance, 12*(1), 111–143.

Cressy, R., Munari, F., & Malipiero, A. (2007). Playing to their strengths? Evidence that specialization in the private equity industry confers competitive advantage. *Journal of Corporate Finance, 13*(4), 647–669.

Croce, A., Martí, J., & Reverte, C. (2019). The role of private versus governmental venture capital in fostering job creation during the crisis. *Small Business Economics, 53*(4), 879–900.

Cronin, P., Ryan, F., & Coughlan, M. (2008). Undertaking a literature review: a step-by-step approach. British journal of nursing, 17(1), 38-43.

Cumming, D., Siegel, D. S., & Wright, M. (2007). Private equity, leveraged buyouts and governance. *Journal of Corporate Finance, 13*(4), 439–460.

Cumming, D., Fleming, G., & Schwienbacher, A. (2005). Liquidity risk and venture capital finance. Financial Management, 34(4), 77-105.

Cumming, D., Fleming, G., & Schwienbacher, A. (2009). Style drift in private equity. *Journal of Business Finance and Accounting, 36*(5–6), 645–678.

Cumming, D., & Johan, S. (2013). Venture capital and *private equity contracting: An international perspective* (2nd ed.). Academic Press.

Cumming, D., Kumar, S., Lim, W. M., & Pandey, N. (2023). Mapping the venture capital and PE research: a bibliometric review and future research agenda. Small Business Economics, 61(1), 173-221.

Damodaran, A. (2021). *Betas by sector.* http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

Davis, S. J., & Zlate, A. (2023). COVID-19 and corporate borrowing: Pandemic responses and credit market functioning. *Journal of Financial Economics, 147*(2), 215–236.

DeLong, J. B., & Magin, K. (2006). *A short note on the size of the dot-com bubble*. National Bureau of Economic Research Working Paper No. 12011.

Demaria, C. (2020). *Introduction to private equity, debt and real assets: From venture capital to LBO, senior to distressed debt, immaterial to fixed assets*. John Wiley & Sons.

Denzin, N. K. (1978). *The research act: A theoretical introduction to sociological methods* (2nd ed.). McGraw-Hill.

Deutsche Börse AG. (2003). *Der Neue Markt: Rückblick und Lehren.* Frankfurt am Main.

10.15772/ANDRASSY.2026.008

De Vries, G., & Block, J. H. (2011). Venture capital syndication in times of economic crisis. *Venture Capital, 13*(3), 195–213.

Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science, 60*(11), 2835–2857.

Edey, M. (2009). The global financial crisis and its effects. *Economic Papers, 28*(3), 186–195.

Eisenhardt, K. M. (1989). Building theories from case study research. *Academy of Management Review, 14*(4), 532–550.

Ely, K., & Waymire, G. (1999). Accounting standard-setting organizations and earnings relevance: Longitudinal evidence from NYSE common stocks, 1927–1993. *Journal of Accounting Research, 37*(2), 293–317.

European Central Bank. (2015). *The ECB's expanded asset purchase programme*. European Central Bank.

European Central Bank (2025). Official interest rates. Online. URL: https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html. (Abrufdatum: 25.02.2025).

European Data Cooperative.Database. (2020)

Fama, E. F. (1970). *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work.* Journal of Finance, 25(2), 383–417.

Fenn, G. W., Liang, N., & Prowse, S. D. (1997). The private equity market: An overview. *Financial Markets, Institutions & Instruments, 6*(4), 1–106.

Fire, M., & Guestrin, C. (2019). *Over-optimization of academic publishing metrics: observing Goodhart's Law in action, Gigascience, 8, giz053*.

Francis, J., & Schipper, K. (1999). Have financial statements lost their relevance? *Journal of Accounting Research, 37*(2), 319–352.

Franklin, J. (2020). Coronavirus effect weighs on private equity. International Financial Law Review.

Franzoni, F., Nowak, E., & Phalippou, L. (2012). Private equity performance and liquidity risk. *The Journal of Finance, 67*(6), 2341–2373.

Gabler Wirtschaftslexikon (2018). Abgerufen am 07.08.2021 unter: https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/private-equity-45569/version-268861

Gimeno, J., Folta, T. B., Cooper, A. C., & Woo, C. Y. (1997). Survival of the fittest? Entrepreneurial human capital and the persistence of underperforming firms. *Administrative science quarterly*, 750-783.

Gilligan, J., & Wright, M. (2010). *Private Equity Demystified* (2nd ed.). ICAEW.

Gilligan, J., & Wright, M. (2020). *Private Equity Demystified: An Explanatory Guide.* Oxford University Press.

Gioia, D. A., Corley, K. G., & Hamilton, A. L. (2013). Seeking qualitative rigor in inductive research: Notes on the Gioia methodology. *Organizational Research Methods, 16*(1), 15–31.

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Goetz, S. (2020). Is financial distress value relevant?–Implications for multiple-based valuation. *Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis*, *15*(1), 20190015.

Gombola, M. J., & Ketz, J. E. (1983). Financial ratio patterns in retail and manufacturing organizations. *Financial Management, 12*(2), 45–56.

Gompers, P., & Lerner, J. (2001). *The Money of Invention: How Venture Capital Creates New Wealth.* Harvard Business School Press.

Gompers, P., Kaplan, S. N., & Mukharlyamov, V. (2016). What do private equity firms say they do?. *Journal of financial economics*, *121*(3), 449-476.

Gompers, P. A., Kaplan, S. N., & Mukharlyamov, V. (2022). Private equity and COVID-19. *Journal of Financial Intermediation*, *51*, 100968.

Gompers, P., Kovner, A., Lerner, J., & Scharfstein, D. (2008). Venture capital investment cycles: The impact of public markets. *Journal of financial economics*, *87*(1), 1-23.

Gompers, P. A., & Lerner, J. (2004). *The venture capital cycle*. MIT press.

Gompers, P., & Lerner, J. (2001). The venture capital revolution. *Journal of economic perspectives*, *15*(2), 145-168.

Goossens, R. (2019). *Study on the link between monetary policy and international capital flows, the banking system, and private equity investments* (No. PHD_THESIS). Graduate Institute of International and Development Studies.

Gorman, M., & Sahlman, W. A. (1989). What do venture capitalists do?. *Journal of business venturing*, *4*(4), 231-248.

Gorton, G., & Metrick, A. (2012a). Regulating the shadow banking system. *Brookings Papers*.

Gorton, G., & Metrick, A. (2012b). Securitized banking and the run on repo. *Journal of Financial Economics, 104*(3), 425–451. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.03.016

Greenspan, A. (2002). *Testimony before the U.S. Congress on monetary policy and the new economy.* Federal Reserve Bulletin.

Greenspan, A. (2004a). *Monetary Policy Report to Congress.* Federal Reserve.

Greenspan, A. (2004b). *Risk and uncertainty in monetary policy*. American Economic Review, 94(2), 33–40.

Greene, J. C., Caracelli, V. J., & Graham, W. F. (1989). Toward a conceptual framework for mixed-method evaluation designs. *Educational Evaluation and Policy Analysis, 11*(3), 255–274.

Gunay, S., & Can, G. (2022). The source of financial contagion and spillovers: An evaluation of the covid-19 pandemic and the global financial crisis. *PloS one*, *17*(1), e0261835.

Gusenbauer, M., & Haddaway, N. R. (2020). Which academic search systems are suitable for systematic reviews or meta-analyses? Evaluating retrieval qualities of Google Scholar, PubMed, and 26 other resources. *Research synthesis methods*, *11*(2), 181-217.

Haarmeyer, D. (2020). PE and the COVID-19 Economic Downturn: Opportunity for Expansion?. Journal of Applied Corporate Finance, 32(3), 87-91.

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Hall, P. A., & Soskice, D. (2001). An introduction to varieties of capitalism. *Debating varieties of capitalism: A reader*, 21-74.

Haque, S., Mayer, S., & Stefanescu, I. (2024, May). Private debt versus bank debt in corporate borrowing. In *Proceedings of the EUROFIDAI-ESSEC Paris December Finance Meeting.*

Harjoto, M. A., & Rossi, F. (2023). Market reaction to the COVID-19 pandemic: Evidence from emerging markets. *International Journal of Emerging Markets, 18*(1), 173–199.

Harris, L. (2010). A critical theory of private equity. Del. J. Corp. L., 35, 259.

Harris, R. S., Jenkinson, T., & Kaplan, S. N. (2014). Private equity performance: What do we know?. *The Journal of Finance*, *69*(5), 1851-1882.

Harris, R. S., Jenkinson, T., Kaplan, S. N., & Stucke, R. (2018). Financial intermediation in private equity: How well do funds of funds perform? *Journal of Financial Economics, 129*(2), 287–305.

Hege, U., & Nuti, A. (2011). The Private Equity Secondaries Market During the Financial Crisis and the ″Valuation Gap ″. *The Journal of Private Equity*, 42-54.

Hehn, M. (2011). Auswirkungen der Beteiligung von Private-Equity-Gesellschaften auf die Governance von Familienunternehmen in Deutschland (Vol. 4). BoD–Books on Demand.

Heinrich, V. (2023). Private Equity Transactions: Value Creation through Operational Engineering–Evidence from Europe. *Junior Management Science (JUMS)*, *8*(3), 634-657.

Hellmann, T., & Puri, M. (2002). Venture capital and the professionalization of start-up firms: Empirical evidence. *The journal of finance*, *57*(1), 169-197.

Homburg, C., Faßnacht, M., & Günther, C. (2002). Erfolgreiche Umsetzung dienstleistungsorientierter Strategien von Industriegüterunternehmen. Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 54(6), 487-508.

Hotchkiss, E. S., John, K., Mooradian, R. M., & Thorburn, K. S. (2008). Bankruptcy and the resolution of financial distress. *Handbook of empirical corporate finance*, 235-287.

ILPA. (2018). *Private Equity Principles*.

IMF. (2019). *Global Financial Stability Report*.

Ishak, N., & Jiun, R. C. C. (2021). Cyclical industries' stock performance reaction during COVID-19: A systematic. *Jurnal Ekonomi Malaysia*, *55*(1), 147-158.

Inderst, G. (2010). Infrastructure as an asset class. *EIB Papers, 15*(1), 70–104.

Institut für Mittelstandsforschung Bonn. (2022). *Unternehmensnachfolgen in Deutschland 2022 bis 2026*. IfM Bonn.

Institut für Mittelstandsforschung Bonn. (2024). *Volkswirtschaftliche Bedeutung der kleinen und mittleren Unternehmen (KMU)*. IfM Bonn.

Ivashina, V., & Scharfstein, D. (2010). Bank lending during the financial crisis of 2008. *Journal of Financial economics*, *97*(3), 319-338.

Jenkinson, T., & Sousa, M. (2015). What determines the exit decision for leveraged buyouts?. *Journal of Banking & Finance*, *59*, 399-408.

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Jensen, M. C. (1989). (September-October). Eclipse of the public corporation. Harvard Business Review, pp. 61-74.

Jiang, D., Wang, X., & Zhao, R. (2021). Analysis on the economic recovery in the post-COVID-19 era: Evidence from China. *Frontiers in Public Health, 9*, 787190.

Jin, Y., Vonderembse, M., & Ragu-Nathan, T. S. (2013). Proprietary technologies: building a manufacturer's flexibility and competitive advantage. International Journal of Production Research, 51(19), 5711-5727.

Johnson, G., Scholes, K., & Whittington, R. (2008). Exploring corporate strategy: Text and cases. Pearson Education.

Joenväärä, J., Mäkiaho, J., & Torstila, S. (2021). Prolonged private equity holding periods: six years is the new normal. *Available at SSRN 2872585*.

Kallio, H., Pietilä, A.-M., Johnson, M., & Kangasniemi, M. (2016). Systematic methodological review: Developing a framework for a qualitative semi-structured interview guide. *Journal of Advanced Nursing, 72*(12), 2954–2965. https://doi.org/10.1111/jan.13031

Kaluyu, C., & Ndiku, J. M. (2020). Pedagogy and information technology integration, as strategies for improving academic performance in STEM subjects: A critical literature review. *Pedagogy*, *11*(21).

Kamp, L. (2007). Zum Einfluss von Private Equity-und Hedge-Fonds auf die Wirtschaft. WSI-Mitteilungen, 60(11), 596-603.

Kaplan, S. N., & Schoar, A. (2005). Private equity performance: Returns, persistence, and capital flows. *The Journal of Finance, 60*(4), 1791–1823.

Kaplan, S. N., & Sensoy, B. A. (2015). PE performance: A survey. Annual Review of Financial Economics, 7(1), 597-614.

Kaplan, S. N., & Stein, J. C. (1993). The evolution of buyout pricing and financial structure in the 1980s. *Quarterly Journal of Economics, 108*(2), 313–357.

Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2009). Leveraged buyouts and private equity. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 121–146.

Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2019). Evolution of private equity. *Annual Review of Financial Economics*, 11, 1–28.

Kitchenham, B. A. (2012, September). Systematic review in software engineering: where we are and where we should be going. In *Proceedings of the 2nd international workshop on Evidential assessment of software technologies* (pp. 1-2). ACM.

Koenig, E. F. (2002). Using the purchasing managers' index to assess the economy's strength and the likely direction of monetary policy. *Federal Reserve Bank of Dallas Economic and Financial Policy Review, 1*(6), 1–14.

Kortum, S., & Lerner, J. (2000). Assessing the contribution of venture capital to innovation. *RAND Journal of Economics*, 674–692.

Kosow, H., & Gaßner, R. (2008). Methods of future and scenario analysis: overview, assessment, and selection criteria (Vol. 39, p. 133). DEU.

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Kraemer-Eis, H., Botsari, A., Lang, F., Pal, K., Pavlova, E., Signore, S., & Torfs, W. (2020). The market sentiment in European private equity and venture capital: Impact of COVID-19 (No. 2020/64). EIF Working Paper.

Krämer-Eis, H., Block, J., Botsari, A., Lang, F., Lorenzen, S., & Diegel, W. (2023). *Entrepreneurial finance and the Russian war against Ukraine: A survey of European venture capital and private equity investors* (No. 2023/89). EIF Working Paper.

Kreer, F., Mauer, R., Strese, S., & Brettel, M. (2018). On private equity exits of family firms in the German Mittelstand. *Journal of Business Economics*, *88*(3), 503-529.

Kuckartz, U. (2012). *Qualitative Inhaltsanalyse: Methoden, Praxis, Computerunterstützung.* Beltz Juventa.

Krysta, P. M., & Kanbach, D. K. (2022). Value creation in PE portfolio companies: a struc-tured review of evidence and proposed framework. Venture Capital, 24(3-4), 203-286.

Lacy, S., Watson, B. R., Riffe, D., & Lovejoy, J. (2015). Issues and best practices in content analysis. *Journalism & mass communication quarterly*, *92*(4), 791-811.

Lattanzio, G., Litov, L. P., Megginson, W. L., & Munteanu, A. (2023). Capitalizing entrepre-neurship: The rise of growth equity. Journal of Applied Corporate Finance, 35(2), 75-89.

Le Nadant, A. L., Perdreau, F., & Bruining, H. (2018). Industry specialization of private equity firms: A source of buy-out performance heterogeneity. *Venture Capital, 20*(3), 237–259.

Lerner, J., Hardymon, F., & Leamon, A. (2005). *Venture capital and private equity: A casebook.* Wiley.

Lerner, J., & Leamon, A. (2023). *Venture capital, private equity, and the financing of entrepreneurship*. John Wiley & Sons.

Lerner, J., Schoar, A., & Wongsunwai, W. (2007). Smart institutions, foolish choices: The limited partner performance puzzle. *The Journal of Finance*, *62*(2), 731-764.

Lerner, J., Tufano, P., & Seru, A. (2018). *The consequences of financial innovation*. Harvard Working Paper.

Li, L., Willett, T. D., & Zhang, N. (2012). The effects of the global financial crisis on China's financial market and macroeconomy. *Economics Research International, 2012*(1), 961694.

Liles, P. R. (1977). *Sustaining the venture capital firm*. Management Analysis Center.

Ljungqvist, A., Richardson, M., & Wolfenzon, D. (2020). The investment behavior of buyout funds: Theory and evidence. *Financial Management, 49*(1), 3–32.

Ljungqvist, A., & Wilhelm Jr, W. J. (2003). IPO pricing in the dot-com bubble. *The Journal of Finance, 58*(2), 723–752.

Lohrke, F. T., Bedeian, A. G., & Palmer, T. B. (2004). The role of top management teams in formulating and implementing turnaround strategies: a review and research agenda. *International Journal of Management Reviews*, *5*(2), 63-90.

Lopez-de-Silanes, F., Phalippou, L., & Gottschalg, O. (2015). Giants at the gate: Investment returns and diseconomies of scale in private equity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, *50*(3), 377-411.

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Loughran, T., & Ritter, J. (2004). Why has IPO underpricing changed over time? *Financial Management, 33*(3), 5–37.

Maček, D., Magdalenić, I., & Ređep, N. B. (2020). A systematic literature review on the application of multicriteria decision making methods for information security risk assessment. *International Journal of Safety and Security Engineering*, *10*(2), 161-174.

Mahieux, X. (2013). Changes in the American private equity industry in the aftermath of the crisis. *Comparative Economic Studies, 55*(3), 501–517.

Malik, K., Sharma, S., & Kaur, M. (2020). COVID-19 and the Indian private equity industry: Time to use the dry powder. *Vision*, *24*(3), 255-259.

Mankiw, N. G. (2021). *Macroeconomics* (11th ed.). Worth Publishers.

Marcos-Pablos, S., & García-Peñalvo, F. J. (2018, October). Decision support tools for SLR search string construction. In *Proceedings of the sixth international conference on technological ecosystems for enhancing multiculturality* (pp. 660-667).

Martin, R., & Gardiner, B. (2019). The resilience of cities to economic shocks: A tale of four recessions (and the challenge of Brexit). *Papers in Regional Science, 98*(4), 1801–1833.

Martin, R., & Sunley, P. (2015). On the notion of regional economic resilience: Conceptualization and explanation. *Journal of Economic Geography, 15*(1), 1–42.

Mas-Colell, A., Whinston, M. D., & Green, J. R. (1995). *Microeconomic Theory.* Oxford University Press.

Mason, C. (2020). *The coronavirus economic crisis: Its impact on venture capital and high growth enterprises.* JRC Research Reports JRC120612.

Matthews, G., Bye, M., & Howland, J. (2009). Operational improvement: The key to value creation in private equity. *Journal of Applied Corporate Finance*, *21*(3), 21-27.

Mayring, P. (2014). *Qualitative content analysis: Theoretical foundation, basic procedures and software solution.*

Mayring, P., & Fenzl, T. (2019). Qualitative Inhaltsanalyse. In *Handbuch Methoden der empirischen Sozialforschung* (pp. 633–648). Springer.

McAleer, M., Suen, J., & Wong, W. K. (2016). Profiteering from the dot-com bubble, subprime crisis and Asian financial crisis. *The Japanese Economic Review, 67*(3), 257–279.

McKibbin, W. J., & Stoeckel, A. (2010). The global financial crisis: Causes and consequences. *Asian Economic Papers, 9*(1), 54–86.

Merrick Jr, J. J. (2001). Crisis dynamics of implied default recovery ratios: Evidence from Russia and Argentina. *Journal of Banking & Finance, 25*(10), 1921–1939.

Meuser, M., & Nagel, U. (2009). Das Experteninterview – konzeptionelle Grundlagen und methodische Anlage. In S. Pickel, G. Pickel, H.-J. Lauth, & D. Jahn (Hrsg.), *Methoden der vergleichenden Politik- und Sozialwissenschaft* (S. 465–479). VS Verlag für Sozialwissenschaften.

Metrick, A., & Yasuda, A. (2021). *Venture capital and the finance of innovation*. John Wiley & Sons.

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Metrick, A., & Yasuda, A. (2010). *The economics of private equity funds.* Review of Financial Studies, 23(6), 2303–2341.

Metzger, G. (2023). Gründungstätigkeit in Deutschland: im Spannungsfeld zwischen Fachkräftemangel und Corona-Blues. In Gründungstätigkeit in Deutschland: im Spannungsfeld zwischen Fachkräftemangel und Corona-Blues: Metzger, Georg. Frankfurt am Main: KfW Bankengruppe, Abteilung Volkswirtschaft.

Miller, D., & Le Breton-Miller, I. (2005). *Managing for the long run: Lessons in competitive advantage from great family businesses*. Harvard Business School Press.

Minsky, H. P., & Kaufman, H. (2008). *Stabilizing an unstable economy* (Vol. 1). New York: McGraw-Hill.

Moloney, N. (2014). *EU securities and financial markets regulation* (3rd ed.). Oxford University Press.

Morris, J. J., & Alam, P. (2012). Value relevance and the dot-com bubble of the 1990s. *The Quarterly Review of Economics and Finance, 52*(2), 243–255.

Mukerjee, K. (2016). Factors That Contribute Towards Competitive Advantage: A Conceptual Analysis. IUP Journal of Business Strategy, 13(1), 26.

Musatova, M. (2009). Investing in Russia: Current portfolio of private equity funds and impact of global financial crisis. *The Journal of Private Equity, 12*(2), 77–85.

Neely, M. T., & Carmichael, D. (2021). Profiting on crisis: How predatory financial investors have worsened inequality in the coronavirus crisis. *American Behavioral Scientist, 65*(12), 1649–1670.

Newell, G., & Marzuki, M. J. (2023). The impact of the COVID-19 crisis on global real estate capital flows. *Journal of Property Investment & Finance*, *41*(5), 553-573.

Ning Y, Wang W, Yu B (2015) The driving forces of venture capital investments. Small Bus Econ 44:315-344.

NVCA. (2015). *Venture Capital Yearbook.*

O'Donnell, E. M., Lelli, G. J., Bhidya, S., & Casalino, L. P. *(2020). The Growth Of Private Equity Investment In Health Care: Perspectives From Ophthalmology: Perspectives on private equity investment in physician practices, with a focus on ophthalmology. Health Affairs, 39(6), 1026-1031.*

OECD. (2001). *Venture Capital and Innovation.* OECD Publishing.

Ofek, E., & Richardson, M. (2003). DotCom mania: The rise and fall of Internet stock prices. Journal of Finance, 58(3), 1113–1137.

Okoli, C. (2015). A guide to conducting a standalone systematic literature review. Communications of the association for information systems, 37.

Ongena, S., Osberghaus, A., & Schepens, G. (2024). Joining forces: Why banks syndicate credit. *Swiss Finance Institute Research Paper*, 24–80.

Opler, T., & Titman, S. (1993). The determinants of leveraged buyout activity: Free cash flow vs. financial distress costs. *The journal of finance*, *48*(5), 1985-1999.

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Paik, Y., & Woo, H. (2014). Economic downturn and financing innovative startup companies. *Managerial and Decision Economics, 35*(2), 114–128.

Panko, R. R. (2008). IT employment prospects: Beyond the dotcom bubble. *European Journal of Information Systems, 17*(3), 182–197.

Patton, M. Q. (2015). Qualitative research & evaluation methods (4th ed.). SAGE Publications.

Pattyn, F. (2023, September). The hidden costs of ignoring cash flow: a call for strategic requirements prioritization at startups during an era of rising interest rates. In *2023 IEEE 31st International Requirements Engineering Conference Workshops (REW)* (pp. 375-378). IEEE.

Pearce II, J. A., & Robbins, K. (1993). Toward improved theory and research on business turnaround. *Journal of management*, *19*(3), 613-636.

Pearl, J., & Rosenbaum, J. (2013). *Investment banking: valuation, leveraged buyouts, and mergers and acquisitions*. John Wiley & Sons.

Penman, S. H. (2003). The quality of financial statements: Perspectives from the recent stock market bubble. *Accounting Horizons, 17*, 77–96.

Phalippou, L. (2010). Performance of private equity funds. *Journal of Economic Perspectives*, 24(1), 141–166.

Pitchbook (2012). Q4 2012 PE breakdown. Online. URL: https://files.pitchbook.com/pdf/4Q_2012_PE_Breakdown_Report.pdf. (Abrufdatum 06.01.2025).

PitchBook. (2020). *Q2 2020 Global PE First Look*. PitchBook Data, Inc.

Pitchbook (2024a). European PE breakdown Q3 2024. Online. URL: files.pitchbook.com/website/files/pdf/Q3_2024_European_PE_Breakdown.pdf. (Abrufdatum: 17.11.2024).

Pitchbook (2024b). Global PE breakdown Q3 2024. Online. URL: https://pitchbook.com/news/reports/q3-2024-global-pe-first-look. (Abrufdatum 06.01.2025).

Pitchbook (2025). Global Private Market Funds' Dry Powder Dashboard. Online. URL: https://pitchbook.com/news/articles/global-private-market-funds-dry-powder-dashboard-2026 (Abrufdatum 20.07.2026).

Popay, J., Roberts, H., Sowden, A., Petticrew, M., Arai, L., Rodgers, M., ... & Duffy, S. (2006). *Guidance on the conduct of narrative synthesis in systematic reviews. A product from the ESRC methods programme Version, 1(1), b92.*

Porter, M. E. (1985). *Competitive advantage: creating and sustaining superior performance. 1985. New York: FreePress*.

Porter, M. E. (1989). *From competitive advantage to corporate strategy. In Readings in Strategic Management (pp. 234-255). Macmillan Education UK.*

Phalippou, L., & Gottschalg, O. (2009). *The performance of private equity funds.* Review of Financial Studies, 22(4), 1747–1776.

Preqin. (2009a). *Global Private Equity Report 2009*. Preqin.

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Preqin. (2009b). *Private equity spotlight: Infrastructure*. Preqin Ltd.

Preqin. (2011). *Global Private Equity Report.*

Preqin. (2020). Global Private Equity & Venture Capital Report.

Principles for Responsible Investment (PRI). (2014). *Responsible Investment and Private Equity.*

Principles for Responsible Investment (PRI). *(2017). ESG monitoring, reporting and dialogue in private equity. PRI Association.*

Principles for Responsible Investment (PRI). (2021). *Limited partners' responsible investment due diligence questionnaire (DDQ) for private equity*. PRI Association. https://www.unpri.org/private-equity/limited-partners-responsible-investment-due-diligence-questionnaire-ddq-for-private-equity/7600.article

Puche, B., Braun, R., & Achleitner, A. K. (2015). International Evidence on Value Creation in PE Transactions. Journal of Applied Corporate Finance, 27(4).

Ramey, J., & Rao, P. G. (2011). The systematic literature review as a research genre. In *2011 IEEE international professional communication conference* (pp. 1-7). IEEE.

Rizzi, J. V. (2009). Back to the future again: Private equity after the crisis. *Journal of Applied Finance, 19*(1/2).

Rode, N. (2024). Private markets outlook–it's time for optimism. *MoneyMarketing*, *2024*(3), 5-5.

Romer, D. (2019). *Advanced Macroeconomics* (5th ed.). McGraw-Hill Education.

Roubini, N. (2020). Coronavirus pandemic has delivered the fastest, deepest economic shock in history. *The guardian*, *25*(March).

Roy, S. (2020). Economic impact of Covid-19 pandemic. *A preprint*, *1*, 29.

Ruch, F. U., & Taskin, T. (2022). *Demand and supply shocks: evidence from corporate earning calls* (No. 9922). The World Bank.

Saggese, S., Sarto, F., & Cuccurullo, C. (2016). Evolution of the debate on control enhancing mechanisms: a systematic review and bibliometric analysis. *International Journal of Management Reviews*, *18*(4), 417-439.

Sahli, A., & Khemiri, S. (2020). Financial crisis and private equity performance in France. *International Journal of Entrepreneurship and Small Business, 39*(1/2), 279–294.

Sahlman, W. A. (2022). The structure and governance of venture-capital organizations. In *Venture Capital* (pp. 3–51). Routledge.

Sato, A. (2013). Private equity investment in the Czech Republic. *Centre for European Studies (CES) Working Papers*, *8*(1), 240-250.

Scheuplein, C. (2019a). Private Equity as a commodification of companies: the case of the German automotive supply industry. *Journal of economic policy reform*, 1-16.

Scheuplein, C. (2019b). *Private Equity Monitor 2018: Die aktuelle Tätigkeit von Finanzinvestoren in Deutschland* (No. 49). Mitbestimmungsreport.

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Scheuplein, C. (2020). *Wie entwickeln sich Unternehmen mit Private-Equity-Eigentümern in Deutschland?* (Vol. 447, p. 80). DEU.

Schiereck, D., Kaserer, C., Achleitner, A. K., & von Einem, C. (2013). Private Equity in Deutschland: Rahmenbedingungen, ökonomische Bedeutung und Handlungsempfehlungen. BoD–Books on Demand.

Schmuhl, W., & Schnier, O. (2013). Post-dotcom IPOs in Germany: After-crisis developments in underpricing. *The International Business & Economics Research Journal, 12*(1), 45.

Schreier, M. (2014). Varianten qualitativer Inhaltsanalyse: Ein Wegweiser im Dickicht der Begrifflichkeiten. In *Forum Qualitative Sozialforschung / Forum: Qualitative Social Research, 15*(1).

Schwieterman, M. A., Goldsby, T. J., & Knemeyer, A. M. (2017). Advocating customer and supplier portfolios in supply chain research: a systematic literature review and research agenda. *Transportation Journal*, *56*(4), 429-476.

Seretakis, A. (2012). A comparative examination of private equity in the United States and Europe: Accounting for the past and predicting the future of European private equity. *Fordham Journal of Corporate and Financial Law, 18*, 613.

Shadish, W. R., Cook, T. D., & Campbell, D. T. (2002). *Experimental and quasi-experimental designs for generalized causal inference*. Houghton Mifflin.

Sheng, J., Amankwah-Amoah, J., Khan, Z., & Wang, X. (2021). COVID-19 pandemic in the new era of big data analytics: Methodological innovations and future research directions. *British Journal of Management*, *32*(4), 1164-1183.

Shivdasani, A., & Wang, Y. (2011). Did structured credit fuel the LBO boom? *Journal of Finance, 66*(4), 1291–1328.

Siksnelyte-Butkiene, I., Streimikiene, D., Balezentis, T., & Skulskis, V. (2021). A systematic literature review of multi-criteria decision-making methods for sustainable selection of insulation materials in buildings. *Sustainability*, *13*(2), 737.

Sohl, J., Lien, W. C., & Chen, J. (2020). *The Angel Market and COVID-19: Building Bridges or Piers.*

Soykan, E., & Uzunboylu, H. (2015). New trends on mobile learning area: The review of published articles on mobile learning in science direct database. *World Journal on Educational Technology*, *7*(1), 31-41.

S&P Global. (2019). *Leveraged Lending Review*.

Staats, B. R., & Gino, F. (2012). Specialization and variety in repetitive tasks: Evidence from a Japanese bank. *Management science*, *58*(6), 1141-1159.

Stanley, M. (2001). *Global Industry Classification Standard (GICS).*

Statistisches Bundesamt. (2019a). Rechtliche Einheiten und abhängig Beschäftigte nach Beschäftigtengrößenklassen und Wirtschaftsabschnitten [Dataset]. https://www.destatis.de/DE/Themen/Branchen-Unternehmen/Unternehmen/Unternehmensregister/Tabellen/unternehmen-beschaeftigtengroessenklassen-wz08.html

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Statistisches Bundesamt. (2019b). Rechtliche Einheiten nach zusammengefassten Rechtsformen [Dataset]. https://www.destatis.de/DE/Themen/Branchen-Unternehmen/Unternehmen/Unternehmensregister/Tabellen/unternehmen-rechtsformen-wz08.html

Steindl, M. (2013, February). The Alignment of Interests between the General and the Limited Partner in a Private Equity Fund—the Ultimate Governance Nut to Crack?. In *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*.

Strömberg, P. (2008). The new demography of private equity. In *Globalization of Alternative Investments Working Papers Volume 1: The Global Economic Impact of Private Equity Report 2008* (pp. 3–26). World Economic Forum.

Sulong, Z., Abdullah, M., Abakah, E. J. A., Adeabah, D., & Asongu, S. (2024). Russia-Ukraine war and G7 debt markets: Evidence from public sentiment towards economic sanc-tions during the conflict. International Journal of Finance & Economics, 29(4), 4569-4589.

Szász, L., & Demeter, K. (2014). How do companies lose orders? A multi-country study of internal inconsistency in operations strategies. Operations Management Research, 7(3-4), 99-116.

Taleb, N. N. (2013). *Kleines Handbuch für den Umgang mit Unwissen*. Albrecht Knaus Verlag.

Tashanova, D., Sekerbay, A., Chen, D., Luo, Y., Zhao, S., & Zhang, T. (2020). Investment opportunities and strategies in an era of coronavirus pandemic. *SSRN.*

Templier, M., & Paré, G. (2015). A framework for guiding and evaluating literature reviews. *Communications of the Association for Information Systems*, *37*(1), 6.

Tian, S. (2024). Cross-border buyout exit success. *International Journal of Finance & Economics.*

Townsend, R. R. (2015). Propagation of financial shocks: The case of venture capital. *Management Science*, *61*(11), 2782-2802.

Uddin, M., & Chowdhury, A. (2021). Private equity exit strategies and profitability during the global pandemic: Evidence from around the world. *British Journal of Management, 32*(4), 1302–1337.

U.S. Department of the Treasury, Daily treasury par yield curve rates, Online, URL: https://home.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/TextView?type=daily_treasury_yield_curve&field_tdr_date_value=2024 (Abrufdatum: 19.12.2024).

Varian, H. R. (2014). *Intermediate Microeconomics: A Modern Approach* (9th ed.). W. W. Norton.

Vom Brocke, J., Simons, A., Riemer, K., Niehaves, B., Plattfaut, R., & Cleven, A. (2015). Standing on the shoulders of giants: Challenges and recommendations of literature search in information systems research. *Communications of the association for information systems*, *37*(1), 9.

Wall Street Journal. (2020). Blackstone CEO Says Businesses Must Address Climate Change. Abgerufen am 22. Juni 2026, von https://www.wsj.com/articles/blackstone-ceo-says-businesses-must-address-climate-change-11579721175

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Webster, J., & Watson, R. T. (2002). Analyzing the past to prepare for the future: Writing a literature review. *MIS Quarterly, 26*(2), xiii–xxiii.

Wehking, M. (2023, October). Private Equity während COVID-19: Eine systematische Literaturanalyse von Adaptionen im Investitionsverhalten institutioneller Investoren während ökonomischer Schocks. In *Digitale Transformation und Nachhaltigkeit in der Finanzwelt* (pp. 289-305). Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG.

Wehking, M., & Herberger, T. A. (2025). Sector-based portfolio changes of private equity funds during economic shocks: M. Wehking, TA, Herberger. *Journal of Asset Management*, *26*(6), 697-706.

Wehking, M., & Herberger, T. A. (2026). *Private Equity: Quo vadis? Entwicklungspfade für die mittelfristige Marktentwicklung*. *WiSt – Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 55*(4), 42–45.

Wenzel, M., Stanske, S., & Lieberman, M. B. (2021). Strategic responses to crisis. *Strategic Management Journal*, *42*(2), O16-O27.

Weidig, T., & Mathonet, P. Y. (2004). The risk profile of private equity. Available at SSRN 495482.

Weise, S. (2003). Wachstumsfinanzierung durch Private Equity und Mezzanine—Chancen, Anforderungen und Grenzen. In *Neue Finanzierungswege für den Mittelstand: Von der Notwendigkeit zu den Gestaltungsformen* (pp. 361-370). Wiesbaden: Gabler Verlag.

Wright, M., Robbie, K., & Thompson, S. (1990). Management buy-outs and private equity: A review and research agenda. *Journal of Business Finance & Accounting, 17*(4), 591–627.

Wright, M., Robbie, K., & Thompson, S. (1992). Venture capital and management-led buyouts: An international comparison. *Journal of Business Venturing, 7*(1), 47–71.

Xiao, Y., & Watson, M. (2019). Guidance on conducting a systematic literature review. *Journal of planning education and research*, *39*(1), 93-112.

Yu, Z., Razzaq, A., Rehman, A., Shah, A., Jameel, K., & Mor, R. S. (2022). Disruption in global supply chain and socio-economic shocks: A lesson from COVID-19 for sustainable production and consumption. *Operations Management Research, 15*(1), 233–248.

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Ergänzende Daten

Statistische Datenanalyse: EBITDA-Multiple – Statistische Parameter

Descriptives

	Shock			Statistic	Std. Error
Reported EBITDA Multiple	No shock	Mean		11.565425	.0947309
		95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	11.379694	
			Upper Bound	11.751157	
		5% Trimmed Mean		11.160033	
		Median		10.210200	
		Variance		32.306	
		Std. Deviation		5.6838517	
		Minimum		3.0000	
		Maximum		30.0000	
		Range		27.0000	
		Interquartile Range		6.7983	
		Skewness		1.066	.041
		Kurtosis		.769	.082
	Shock	Mean		10.279841	.5351918
		95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	9.220630	
			Upper Bound	11.339052	
		5% Trimmed Mean		9.699633	
		Median		8.271150	
		Variance		36.090	
		Std. Deviation		6.0075134	
		Minimum		3.1279	
		Maximum		29.5161	
		Range		26.3882	
		Interquartile Range		6.9085	
		Skewness		1.433	.216
		Kurtosis		1.680	.428

Group Statistics

	coding	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
Reported EBITDA Multiple	No shock	3600	11.565425	5.6838517	.0947309
	Shock	126	10.279841	6.0075134	.5351918

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Statistische Datenanalyse: Transaktionswert – Statistische Parameter

Descriptives

	coding			Statistic	Std. Error
Deal Value EURm	No shock	Mean		311.304204	7.2497054
		95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	297.094278	
			Upper Bound	325.514131	
		5% Trimmed Mean		164.282562	
		Median		75.719050	
		Variance		1181508.984	
		Std. Deviation		1086.9723933	
		Minimum		.0000	
		Maximum		42672.1888	
		Range		42672.1888	
		Interquartile Range		199.3959	
		Skewness		15.008	.016
		Kurtosis		352.181	.033
	Shock	Mean		216.519962	23.9027297
		95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	169.609959	
			Upper Bound	263.429965	
		5% Trimmed Mean		113.293909	
		Median		46.604400	
		Variance		527918.608	
		Std. Deviation		726.5800771	
		Minimum		3.4448	
		Maximum		14153.7500	
		Range		14150.3052	
		Interquartile Range		130.4925	
		Skewness		11.531	.080
		Kurtosis		180.048	.161

Case Processing Summary

		Cases					
	coding	Valid		Missing		Total	
		N	Percent	N	Percent	N	Percent
Deal Value EURm	No shock	22480	43.4%	29294	56.6%	51774	100.0%
	Shock	924	54.4%	773	45.6%	1697	100.0%

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Correlations

		PMI	Unleveraged ß	S&P500 OPEN	Deal Value	EBITDA Multiple
PMI	Pearson Correlation	1	.051**	.478**	.015*	.050**
	Sig. (2-tailed)		.000	.000	.022	.003
	N	53471	53471	53471	23404	3726
Unleveragedß	Pearson Correlation	.051**	1	.120**	-.057**	-.005
	Sig. (2-tailed)	.000		.000	.000	.755
	N	53471	53471	53471	23404	3726
SampP500OPEN	Pearson Correlation	.478**	.120**	1	.021**	.189**
	Sig. (2-tailed)	.000	.000		.002	.000
	N	53471	53471	53471	23404	3726
DealValueEURm	Pearson Correlation	.015*	-.057**	.021**	1	.093**
	Sig. (2-tailed)	.022	.000	.002		.000
	N	23404	23404	23404	23404	3671
ReportedEBITDAMultipleY1	Pearson Correlation	.050**	-.005	.189**	.093**	1
	Sig. (2-tailed)	.003	.755	.000	.000	
	N	3726	3726	3726	3671	3726

**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Statistische Datenanalyse: Split der Datenpunkte entlang von Industrien und Größen

MSCIIndustry * Size Crosstabulation

Count

		Size				Total
		Large Cap	Mid Cap	Small Cap	n.a.	
MSCIIndustry	Automobiles & Components	112	134	352	738	1336
	Banks	99	88	270	519	976
	Capital goods	291	294	760	1876	3221
	Capital Goods	60	75	175	378	688
	Commercial & Professional Services	674	713	1900	4367	7654
	Consumer Durables & Apparel	178	219	612	1306	2315
	Consumer services	47	54	139	299	539
	Consumer Services	69	77	183	408	737
	Diversified financials	8	7	13	42	70
	Diversified Financials	176	197	476	1030	1879
	Energy	153	176	452	1045	1826
	Food & Staples Retailing	29	24	81	156	290
	Food, Beverage & Tobacco	166	181	540	1216	2103
	Health Care Equipment & Services	303	378	917	2096	3694
	Household & Personal Products	117	100	309	672	1198
	Insurance	77	79	192	360	708
	Materials	303	317	847	1884	3351
	Media & Entertainment	152	197	448	1042	1839
	n/a	198	190	472	1350	2210
	Pharmaceuticals, Biotechnology & Life Sciences	99	109	290	591	1089
	Real Estate	61	64	138	332	595
	Retailing	230	256	677	1451	2614
	Semiconductors & Semiconductor Equipment	16	18	45	72	151
	Software & Services	652	836	2317	4584	8389
	Technology Hardware & Equipment	162	181	486	1068	1897
	Telecommunication Services	78	73	183	415	749
	Transportation	117	86	290	661	1154
	Utilities	22	18	51	108	199
Total		4649	5141	13615	30066	53471

Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	137.118[a]	81	.000
Likelihood Ratio	137.473	81	.000
N of Valid Cases	53471		

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Statistische Datenanalyse: Split der Datenpunkte entlang von Regionen und Größen

Count

		Region						Total
		0	APAC	EMEA	n.a.	North America	South America	
MSCIIndustry	Automobiles & Components	0	87	654	0	572	23	1336
	Banks	2	65	508	1	372	28	976
	Capital goods	2	217	1550	1	1393	58	3221
	Capital Goods	0	55	334	0	282	17	688
	Commercial & Professional Services	3	544	3731	8	3228	140	7654
	Consumer Durables & Apparel	3	161	1127	1	979	44	2315
	Consumer services	0	42	241	2	244	10	539
	Consumer Services	1	43	355	2	328	8	737
	Diversified financials	0	2	37	0	29	2	70
	Diversified Financials	0	132	885	2	831	29	1879
	Energy	1	141	860	0	788	36	1826
	Food & Staples Retailing	1	17	146	0	116	10	290
	Food, Beverage & Tobacco	1	145	1033	1	876	47	2103
	Health Care Equipment & Services	5	266	1731	0	1637	55	3694
	Household & Personal Products	2	83	573	0	520	20	1198
	Insurance	0	50	343	0	300	15	708
	Materials	2	225	1657	3	1391	73	3351
	Media & Entertainment	1	126	880	1	800	31	1839
	n/a	555	28	112	1403	109	3	2210
	Pharmaceuticals, Biotechnology & Life Sciences	1	91	502	1	476	18	1089
	Real Estate	1	59	289	0	233	13	595
	Retailing	4	187	1295	3	1075	50	2614
	Semiconductors & Semiconductor Equipment	0	12	79	0	57	3	151
	Software & Services	8	645	3922	8	3658	148	8389
	Technology Hardware & Equipment	0	115	909	1	831	41	1897
	Telecommunication Services	1	49	400	0	287	12	749
	Transportation	0	87	583	1	459	24	1154
	Utilities	0	10	111	1	76	1	199
Total		594	3684	24847	1440	21947	959	53471

Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	45422.718[a]	135	.000
Likelihood Ratio	14757.136	135	.000
N of Valid Cases	53471		

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Evolutionsstufen des Leitfadens entlang der Pre-tests

1.1

Leitfaden - Experteninterview zu Private Equity Investitionen während ökonomischer Schocks

Einleitende Fragen

Bitte beschreib einmal welche beruflichen Erfahrungen du im Private Equity Bereich gesammelt hast (z.B. Buyout Transaktionen für KMUs oder Venture Capital Beteiligungen im Technologieumfeld)
Welche Bedeutung haben ökonomische Schocks ("große Krisen" wie z.B. Covid-19) für die PE Industrie?

Hauptteil

Einwerbung von Fund-Investitionen

Wie entwickelt sich die Einwerbung von Eigenkapital ("Funds raisen") während ökonomischer Schocks?
Wie reagieren Private Equity Investoren auf die Veränderungen in den Einwerbemöglichkeiten von Eigenkapital?

Verwendung von Dry-Powder

Welche Bedeutung kommt dem Dry Powder eines Funds während eines Schocks zu?
Wie unterscheidet sich die Verwendung von Dry Powder zwischen Phasen eines ökonomischen Schocks und wirtschaftlichen Wachstumsphasen?

Zugang und Anpassung von Fremdkapitalfinanzierungen

Wie entwickelt sich der Zugang zu Fremdkapital sowie die Finanzierungskonditionen während eines Schocks?
Wie reagieren Investoren auf diese sich verändernde Zugangsmöglichkeiten und Finanzierungskonditionen?

Anzahl Transaktionen

Welchen Einfluss hat ein Schock auf die Marktaktivität in Form der Anzahl der getätigten PE Beteiligungen?
Welche Implikationen hat dieses veränderte Transaktionsaufkommen für Käufer und Verkäufer bei PE Transkationen?

Bewertung von Übernahmeunternehmen

Wie entwickelt sich die Bewertung von PE-Beteiligungsunternehmen während eines Schocks?
Welche Unterschiede bei der Bewertung von Beteiligungsunternehmen während eines Schocks lassen sich zwischen verschiedenen Industrien feststellen?

Sektorfokus der Investitionen

In welchen Industrien suchen Investoren während Schocks vermehrt Beteiligungen verglichen mit Zeiten von ökonomischen Wachstum?
Welche Industrien werden von Investoren für Zukäufe während Kriesen vermehrt gemieden?
Warum wählen Investoren vor allem diese Industrien?

Operative Arbeit

Welche Bedeutung kommt der operativen Arbeit in Beteiligungsunternehmen für Investoren während Schocks zu?
Wie hat sich diese Bedeutung über die Jahre und verschiedenen Schocks entwickelt?

Adaption im Verhalten vom Investoren während Schocks

Welche Lerneffekte in der Anpassung von Investoren an Schocks haben wir in der Vergangenheit gesehen?
Welche Vebesserungen in der Anpassung von Investoren während ökonomischer Schocks werden wir während des nächsten großen Schocks sehen?

Abschluss

Vielen Dank. Wir haben heute eine Reihe von Themen im Zusammenhang von Private Equity und ökonomischen Schocks diskutiert. Gibt es aus deiner Sicht ein wichtiges Thema über das wir nicht gesprochen haben?

Ausblick

Danke. Ich werde unser Gespräch im Anschluss transkribieren, mit Ergebnissen aus weiteren Gesprächen vergleichen und daraus ableitend, Gemeinsamkeiten und Unterschiede herausarbeiten. Die Ergebnisse fließen konsolidiert und anonymisiert in meine Dissertation ein. Diese wird vorraussichtlich 2026 abgeschlossen sein

10.15772/ANDRASSY.2026.008

1.2

Leitfaden - Experteninterview zu Private Equity Investitionen während ökonomischer Schocks

Intro und Definition des Untersuchungsobjekts

Lieber XX, Ich möchte heute mit Dir über die Bedeutung von ökonomischen Schocks für Private Equity Investoren sprechen. Ökonomische Schocks bezeichnen unerwartete Ereignisse, die erheblich auf volkswirtschaftliche Aktivitäten einwirken und somit die Rahmenbedingungen für Investoren verändern. Große ökonomische Schocks der letzten Jahre umfassten z.B. Covid-19 sowie die Globale Finanzkrise

Einleitende Fragen

Welche Erfahrungen hast du im Private Equity Bereich gesammelt?

Welchen Auswirkung hatte die Corona Pandemie auf Private Equity Investoren

In wie weit unterscheiden sich diese Auswirkung von der Globalen Finanzkrise von 2008/09?

Welche generellen Schlussfolgerungen für Anpassungen von Investitionsstrategien von PE Investoren während Schocks lassen sich daraus ableiten?

Hauptteil

Verwendung von Dry-Powder

Wie unterscheidet sich die Verwendung von vorhandenen Eigenkapital ("Dry Powder") durch Investoren zwischen Phasen eines Schocks und Wachstumsphasen?

Zugang und Anpassung von Fremdkapitalfinanzierungen

Wie stellen sich Investoren auf erschwerteren Zugang zu Krediten während eines Schocks ein?

Anzahl Transaktionen

Welchen Einfluss hat ein Schock auf die Transaktionsaktivität vom PE Investoren?

Welche Implikationen ergeben sich daraus für Portfoliounternehmen und Targets?

Bewertung von Übernahmeunternehmen

Wie entwickelen sich die Bewertungen bei PE Deals während eines Schocks?

Welche Unterschiede bei Bewertungen lassen sich zwischen unterschiedlichen Industrien feststellen?

Sektorfokus der Investitionen

Aus welchen Industrien ziehen sich Investoren eher zurück?

Was sind die Treiber hinter diesen unterschiedlichen Industriedynamiken?

Operative Arbeit

Welche Bedeutung kommt der operativen Arbeit in Portfoliounternehmen während eines Schocks zu?

Hat die operative Arbeit während Covid-19 eine höhere Bedeutung gehabt als in der Globalen Finanzkrise?

Adaption im Verhalten vom Investoren während Schocks

Was haben die Investoren während Covid-19 besser gemacht verglichen mit vorherigen Schocks?

Welche Lerneffekte aus Covid-19 werden Investoren im nächsten Schock erfolgreich umsetzen?

Abschluss

Vielen Dank. Wir haben heute eine Reihe von Themen im Zusammenhang von Private Equity und ökonomischen Schocks diskutiert. Gibt es aus deiner Sicht ein wichtiges Thema über das wir nicht gesprochen haben?

Ausblick

Ich werde unser Gespräch im Anschluss transkribieren, mit Ergebnissen aus weiteren Gesprächen vergleichen und daraus ableitend, Gemeinsamkeiten und Unterschiede herausarbeiten. Die Ergebnisse fließen konsolidiert und anonymisiert in meine Dissertation ein. Diese wird vorraussichtlich 2026 abgeschlossen sein

10.15772/ANDRASSY.2026.008

Final

Leitfaden - Experteninterview zu Private Equity Investitionen während ökonomischer Schocks

o

Intro und Definition des Untersuchungsobjekts

Lieber XX, Ich möchte heute mit Dir über die Bedeutung von ökonomischen Schocks für Private Equity Investoren sprechen. Ökonomische Schocks bezeichnen unerwartete Ereignisse, die erheblich auf volkswirtschaftliche Aktivitäten einwirken und somit die Rahmenbedingungen für Investoren verändern. Große ökonomische Schocks der letzten Jahre umfassten z.B. Covid-19 sowie die Globale Finanzkrise

Einleitende Fragen

Welche Erfahrungen hast du im Private Equity Bereich gesammelt?

Welchen Auswirkung hatte die Corona Pandemie auf die Investitionsstrategie? Was hat sich in der Krise verändert?

In wie weit unterscheiden sich diese Auswirkung auf die Investitionsstrategie von der Globalen Finanzkrise von 2008/09?

Welche generellen Schlussfolgerungen für die Anpassungen deiner Investitionsstrategien während Schocks lassen sich daraus ableiten?

Hauptteil - Hier immer eine kurze Einleitung über welches Thema man spricht

Verwendung von Dry-Powder

Wie unterscheidet sich die Verwendung von vorhandenen Eigenkapital ("Dry Powder") durch euch zwischen Phasen eines Schocks und Wachstumsphasen im Markt?

Zugang und Anpassung von Fremdkapitalfinanzierungen

Wie stellt ihr euch auf erschwerteren Zugang zu Krediten während eines Schocks ein?

Anzahl Transaktionen

Welchen Einfluss hat ein Schock auf die eure Transaktionsaktivität?

Welche Implikationen ergeben sich daraus für eure Portfoliounternehmen und Targets?

Bewertung von Übernahmeunternehmen

Wie entwickelen sich eure Bewertungen bei PE Deals während eines Schocks?

Welche Unterschiede bei Bewertungen könnt ihr zwischen unterschiedlichen Industrien feststellen?

Sektorfokus der Investitionen

Aus Ihrer Erfahrung: Aus welchen Industrien zieht ihr euch während eines schocks vermehrt zurück?

Was sind die Treiber hinter diesen unterschiedlichen Industriedynamiken?

Operative Arbeit

Welche Bedeutung kommt der operativen Arbeit in Portfoliounternehmen während eines Schocks zu?

Hat die operative Arbeit während Corona Pandemie eine höhere Bedeutung gehabt als in der Globalen Finanzkrise 2008/09?

Adaption im Verhalten vom Investoren während Schocks

Was haben Investoren während der Corona Pandemie besser gemacht verglichen mit vorherigen Schocks?

Welche Lerneffekte aus der Corona Pandemie werden Investoren im nächsten Schock erfolgreich anwenden?

Abschluss

Vielen Dank. Wir haben heute eine Reihe von Themen im Zusammenhang von Private Equity und ökonomischen Schocks diskutiert. Gibt es aus deiner Sicht ein wichtiges Thema über das wir nicht gesprochen haben?

Ausblick

Ich werde unser Gespräch im Anschluss transkribieren, mit Ergebnissen aus weiteren Gesprächen vergleichen und daraus ableitend, Gemeinsamkeiten und Unterschiede herausarbeiten. Die Ergebnisse fließen konsolidiert und anonymisiert in meine Dissertation ein. Diese wird vorraussichtlich 2026 abgeschlossen sein

10.15772/ANDRASSY.2026.008