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

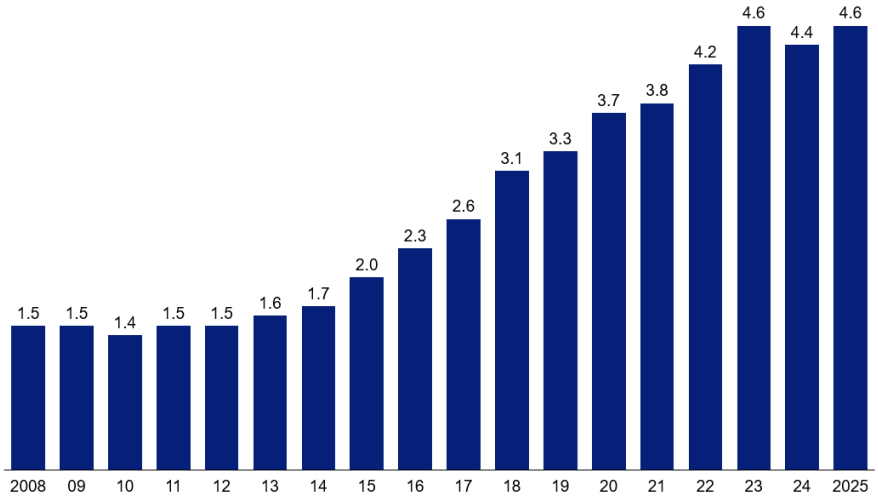
Prof. Dr. Marcel Tyrell

Prof. Dr. Dietmar Meyer

31. August 2026

Einleitung

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 – stiegen die Kapitalzuflüsse in Form von Assets under Management ebenso wie die Anzahl der durch Investierende getätigten Transaktionen und das investierte Kapital (vgl. Pitchbook, 2024a, 2024b). Anpassungen der Anlagestrategien von Private-Equity-Investoren während ökonomischer Schocks sind bislang jedoch ein wenig erforschtes Themengebiet. Dies steht im Kontrast zur Relevanz der Anlageklasse sowie zu deren hoher Sensitivität für Liquiditäts- und Marktveränderungen.



Globales Dry Powder von Private-Equity-Investoren, in Billionen USD

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.

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?*

Zielsetzung und Methodik

Basierend auf der Forschungsfrage wurden die Hypothesen aus der wissenschaftlichen Literatur abgeleitet. Eine Vielzahl von Publikationen hat in der Vergangenheit einen Rückgang der Transaktionsaktivität während einzelner ökonomischer Schocks festgestellt (vgl. Cumming et al., 2005, für die DotCom-Krise; Bernstein et al., 2020 für die globale Finanzkrise; Haarmeyer, 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 negative Implikationen für das Transaktionsvolumen. 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.*

Sahli und Khemiri (2020) beobachteten während der globalen Finanzkrise Rückgänge bei Investitionen im Industriesektor, während Gompers, Kaplan und Mukharlyamov (2022) während der COVID-19-Pandemie 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. Entsprechend 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.*[1]

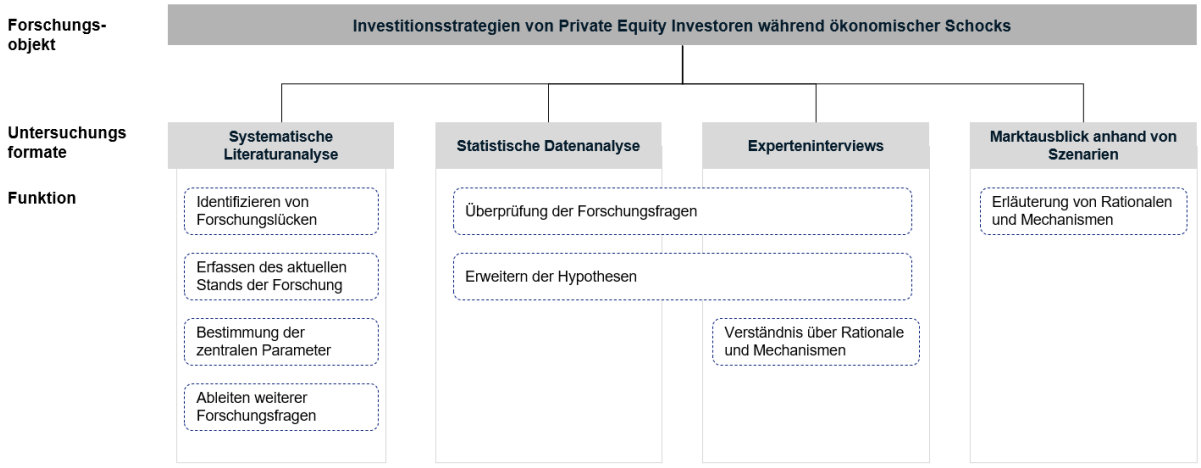
Matthews et al. (2009) erläutern, dass Private-Equity-Investoren infolge der globalen Finanzkrise versuchten, die verringerte Verfügbarkeit von Fremdkapital und den erhöhten Wettbewerb um neue Transaktionen durch einen verstärkten Fokus auf operative Verbesserungen zu kompensieren. Daraus wird Hypothese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

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

[1] 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

Problemstellung und Zielsetzung als geeignetste Vorgehensweise. Diese Kombination von quantitativen, 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).



Methodikkonzept der Dissertation und Strukturierung der Teiluntersuchungen

Das Forschungsdesign basiert auf einem ‚Sequential Explanatory Mixed Methods'-Ansatz nach Creswell, Plano Clark (2018), bei dem quantitative und qualitative Methoden sequenziell kombiniert werden. 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).

Die Untersuchungsformate werten Private Equity Transaktionen zwischen 1998 und 2022 aus. Insgesamt sind drei große ökonomische Schocks in diesem Zeitraum in die

Auswertung eingeflossen: Das Platzen der DotCom-Blase (2000), die globale Finanzkrise (2008) und COVID-19 (2020). Die exakten Zeiträume der Schocks wurden über einen Grenzwert des Purchasing-Manager-Index (PMI) von unter 45 Punkten bestimmt. Im Rahmen der systematischen Literaturanalyse wurden mehr als 5.000 Publikationen in zwei zeitversetzten Durchgängen ausgewertet und dabei ein Set von 79 relevanten Veröffentlichungen gebildet. Die statistische Datenanalyse basiert auf einem Mergermarket-Datenset mit 53.471 Private-Equity-Transaktionen weltweit. Die anschließenden Experteninterviews wurden mit 17 Experten geführt, darunter elf Investoren entlang aller Größenklassen von Fonds.

Zusammengeführte Ergebnisse

Entlang der Hypothesen ergeben sich die folgenden Ergebnisse:

> **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.

Die bisherigen Befunde aus vorherigen Arbeiten implizieren einhellig eine Reduktion der Transaktionsaktivität während ökonomischer Schocks. Die Ergebnisse des Mixed-Methods-Ansatzes sind mit diesen Hypothesen konsistent. Auch in den Experteninterviews liefert der Großteil der Befragten übereinstimmende Evidenzen. Die statistische Datenanalyse bestätigt eine Reduktion des Transaktionswerts von durchschnittlich 311 Mio. EUR auf 216[2] Mio. EUR und damit ein absolutes Absinken

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

des allokierten Kapitals. Die Experteninterviews liefern darüber hinaus Hinweise dass dies durch zeitlich versetzte Anpassungen der Preiserwartungen von Käufern und Verkäufern und damit durch temporäre Marktineffizienzen zu erklären ist.

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

Die Bewertung von Unternehmen durch Investoren kann auf Basis der systematischen Literaturanalyse als eines der am häufigsten untersuchten Sachgebiete identifiziert werden.

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 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 werden.

> **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.

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, um neues Eigenkapital zu erhalten. Die Bedeutung der Kommunikation zwischen General Partnern und Limited Partnern wird wichtiger.

> **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: 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.

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.

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

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.

	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%

Vergleich von Kapitalallokation nach Industrien während Schocks, PMI < 45, jeweils 6 Monate vor dem Schock

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. 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 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.*

Sektorale Verschiebungen sind ein bislang wenig betrachteter Aspekt der Forschung. Innerhalb der relevanten Literatur gibt es eine Reihe von Veröffentlichungen, die eine Hypothese dahingehend aufstellen, dass Investoren eine Verschiebung hin zu defensiven Industriegruppen während eines Schocks vorziehen. Die Ergebnisse der vorliegenden Dissertation stützen diese These nicht. Die Auswertung von historischen Transaktionsdaten hat keine substanzielle Verschiebung in der Kapitalallokation zu defensiven Industrien 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.

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 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.

> **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.

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. 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. Auf Basis der Experteninterviews lassen sich 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.

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.

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 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.

Ausblick und Limitationen

Der erste Anknüpfungspunkt für folgende Forschung 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.

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.

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.

Literaturverzeichnis

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.

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.

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

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

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

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

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.

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

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.

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.

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.

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).

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.

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.