

# Transparenz-Identifikation bei Private Equity Transaktionen

Veränderungen der Kapitalmarktkommunikation von Portfolio-  
Unternehmen bei Private Equity Investments

Inauguraldissertation

zur Erlangung des akademischen Grades  
eines Doktors der Wirtschaftswissenschaft  
(doctor rerum oeconomicarum)

am Fachbereich Wirtschaftswissenschaft  
Schumpeter School of Business and Economics  
der Bergischen Universität Wuppertal

vorgelegt von

David Kuck, M.Sc.

aus

Aachen

Wuppertal, im August 2017

Die Dissertation kann wie folgt zitiert werden:

urn:nbn:de:hbz:468-20180920-094837-3

[<http://nbn-resolving.de/urn/resolver.pl?urn=urn%3Anbn%3Ade%3Ahbz%3A468-20180920-094837-3>]

## **Vorwort**

Die Umsetzung von Corporate Governance Werttreibern im Rahmen von Private Equity Transaktionen rückt in den vergangenen Jahren zunehmend in den Fokus des öffentlichen Interesses. Zugleich erhöhten sich mit den gestiegenen regulatorischen Anforderungen die Informationsansprüche der Investoren an den Kapitalmarkt. Dies förderte die Entwicklung einer Reihe von Berichts- und Bewertungsvorschriften zur Verbesserung der Transparenz von Unternehmen. Gerade spezialisierte Finanzinvestoren haben Wissen über eine transparente Investorenkommunikation, gehören sie doch selbst zu den großen Investoren am Kapitalmarkt und sind permanent mit der Informationsverarbeitung beschäftigt. Vor diesem Hintergrund gilt Herrn Prof. Dr. André Betzer mein herzlicher Dank für die Möglichkeit, in meiner Dissertation diese Entwicklungen eingehend untersuchen zu dürfen. Bei meinem Seminarleiter Herrn Prof. Dr. Braukmann möchte ich mich zudem für die gewährte wissenschaftliche Freiheit sowie die unkomplizierte und gleichzeitig effektive fachliche Unterstützung sehr herzlich bedanken. Großer Dank gilt auch Herrn Prof. Dr. Witt und Herrn Prof. Dr. Crasselt für die methodische Unterstützung und die konstruktiven Anregungen zur inhaltlichen Gestaltung der Arbeit.

Aus meinem Freundeskreis geht mein ganz besonderer Dank an Dr. Philipp Finter, der durch seine kritischen Hinweise wertvolle Anregungen gab. Von ganzem Herzen möchte ich schließlich meinen Eltern für Ihre Unterstützung danken.

Aachen, im August 2017

David Kuck

## Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis .....	III
Abbildungsverzeichnis .....	VI
Tabellenverzeichnis .....	VII
Abkürzungsverzeichnis .....	VIII
1 Einleitung .....	1
1.1 Grundlagen zur Investorenkommunikation von Unternehmen .....	1
1.2 Empirische Forschung zur Investorenkommunikation .....	5
1.3 Problemstellung und Zielsetzung .....	10
1.4 Aufbau .....	12
2 Private Equity als Corporate Governance Mechanismus .....	15
2.1 Private Equity in Deutschland .....	15
2.1.1 Definition und Begriffsabgrenzung .....	15
2.1.2 Historie und Marktstruktur .....	18
2.1.3 Aktuelle Entwicklungen – Regulierung .....	24
2.2 Corporate Governance Mechanismen .....	25
2.2.1 Definition und Begriffsabgrenzung .....	25
2.2.2 Prinzipal-Agenten-Theorie .....	26
2.2.3 Weitere Corporate Governance Theorien .....	31
2.3 Gesetzliches Regelwerk .....	34
2.3.1 OECD Grundsätze der Corporate Governance .....	34
2.3.2 Grünbuch der Europäischen Union .....	37
2.3.3 Deutscher Corporate Governance Kodex .....	39
2.3.3.1 Ursprung und Entwicklung .....	39
2.3.3.2 Bedeutung und Inhalt .....	40

2.4	Corporate Governance und Transparenz .....	44
2.4.1	Definition und Zusammenhang .....	44
2.4.2	Transparenzaspekte und Transparenzkriterien .....	46
2.5	Transparenz als Werttreiber .....	48
3	Transparenzidentifikation bei Private Equity Portfoliounternehmen.....	51
3.1	Grundlagen und Definition .....	51
3.2	Quantitative Ansätze.....	53
3.2.1	Möglichkeiten der Anwendung .....	53
3.2.2	Zur Aussagekraft von quantitativen Analyseansätzen .....	54
3.2.3	Störeffekte und Verzerrungen .....	55
3.3	Qualitative Ansätze.....	57
3.3.1	Möglichkeiten der Anwendung .....	57
3.3.2	Entwicklung von Transparenzkriterien .....	58
3.3.2.1	Grounded Theory – Theoretischer Hintergrund .....	58
3.3.2.2	Grounded Theory im Kontext der qualitativen Analyse.....	59
3.3.3	Zur Aussagekraft von qualitativen Analyseansätzen .....	63
3.3.4	Störeffekte und Verzerrungen .....	64
3.4	Zusammenfassung .....	66
4	Transparenzveränderungen bei Private Equity Portfoliounternehmen .....	68
4.1	Theoretische Grundlagen.....	68
4.2	Stichprobendesign.....	69
4.2.1	Datengewinnung und Datengrundlage .....	69
4.2.2	Vorgehensweise der Analyse .....	71
4.2.3	Entwicklung der Stichprobe und Stichprobenstruktur .....	73
4.3	Quantitative Analyse.....	79
4.3.1	Methodik der Ereignisstudie.....	79
4.3.2	Konzeption der Teilstichproben .....	83

4.3.3	Statistische Auswertung der Stichproben .....	85
4.3.4	Störeffekte und Verzerrungen .....	90
4.3.5	Zwischenergebnis zur quantitativen Transparenzanalyse .....	91
4.4	Qualitative Analyse.....	93
4.4.1	Methodik der Ereignisstudie.....	93
4.4.2	Konzeption der Teilstichproben .....	96
4.4.3	Statistische Auswertung der Stichproben.....	104
4.4.4	Störeffekte und Verzerrungen .....	112
4.4.5	Zwischenergebnis zur qualitativen Transparenzanalyse .....	113
4.5	Vergleich quantitativer und qualitativer Analyseergebnisse .....	118
5	Zusammenfassung wesentlicher Ergebnisse und Ausblick.....	122
	Anhang .....	129
	Literaturverzeichnis .....	135

## **Abbildungsverzeichnis**

Abbildung 1: Abgrenzung des Private Equity Marktes.....	17
Abbildung 2: Private Equity Investitionsvolumen in Deutschland 2007 bis 2014 .....	21
Abbildung 3: Anzahl Private Equity Investitionen in Deutschland 2007 bis 2014.....	22
Abbildung 4: Quantitative und qualitative Analyseansätze in einer Zwischenbetrachtung. 53	
Abbildung 5: Umsatzverteilung der Targets .....	77
Abbildung 6: Branchenverteilung der Targets .....	77
Abbildung 7: Marktsegmentzuordnung der Targets.....	78
Abbildung 8: Transparenzkriterien nach Geschäftsberichtskapiteln.....	103

## Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Übersicht empirischer Transparenzstudien .....	10
Tabelle 2: Durchschnittliche Beteiligungsdauer von Private Equity Investments in Deutschland .....	23
Tabelle 3: Übersicht Corporate Governance Werttreiber .....	49
Tabelle 4: Zusammenfassung qualitative und quantitative Analyse-Ansätze .....	67
Tabelle 5: Entwicklung der Stichprobe .....	74
Tabelle 6: Übersicht der Deal-Anzahl nach Deal-Jahr .....	75
Tabelle 7: Höhe Anteilswerb zum Deal-Zeitpunkt .....	76
Tabelle 8: Quantitative Auswertung Gesamtstichprobe .....	85
Tabelle 9: Quantitative Auswertung Teilstichproben .....	87
Tabelle 10: Beispielhafte Struktur des qualitativ zu analysierenden Datensatzes .....	103
Tabelle 11: Deskriptive Statistiken der qualitativen Analyse nach Geschäftsberichtskapiteln .....	105
Tabelle 12: Zusammenfassung qualitative Analyse nach Geschäftsberichtskapiteln .....	107
Tabelle 13: Qualitative Auswertung Teilstichproben .....	109
Tabelle 14: Ausgewählte Transparenzkriterien für das Geschäftsberichtskapitel AR-Bericht .....	129
Tabelle 15: Deal-Liste vor Bereinigungen .....	130
Tabelle 16: Deal-Liste nach Bereinigungen .....	133

## Abkürzungsverzeichnis

AG	Aktiengesellschaft
AIFM	Alternative Investment Fund Managers
AktG	Aktiengesetz
AR	Aufsichtsrat
AR-Bericht	Aufsichtsrats-Bericht
BVK	Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften
Bzw.	Beziehungsweise
CF	Cashflow
CG-Bericht	Corporate Governance Bericht
CGK	Corporate Governance Kodizes
CI (lb)	Confidence interval (lower bound)
CI (ub)	Confidence interval (upper bound)
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
d.h.	das heißt
D&O	Directors and Officers
Et al.	und andere
EU	Europäische Union
EUK	Europäische Kommission
EUR	Euro
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
EVCA	European Venture Capital Association
F&E	Forschung und Entwicklung
FF	Forschungsfrage
FKQ	Fremdkapitalquote

FWB	Frankfurter Wertpapierbörse
GB-Kapitel	Geschäftsberichts-Kapitel
Ggf.	gegebenenfalls
GoF	Geschäfts- oder Firmenwert
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HV	Hauptversammlung
IBM	International Business Machines Corporation
IPO	Initial Public Offering
KKR	Kohlberg Kravis Roberts
LBO	Leveraged Buyout
LTM	Last-Twelve-Month
Max.	Maximum
M&A	Mergers and Acquisitions
MD&A	Management Discussion and Analysis
Min.	Minimum
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
Nachh.	Nachher
NYSE	New York Stock Exchange
OECD	Organisation for Economic Cooperation and Development
p.a.	per annum
PTP	Public to Private
s.	siehe
SD	Standard Deviation
SEC	Security and Exchange Commission
St. Abw.	Empirische Standardabweichung

TF	Teilfrage
Tsd.	Tausend
UK	United Kingdom
USA	United States of America
Vorhe.	Vorher
VS	Vorstand
z.B.	zum Beispiel

# 1 Einleitung

## 1.1 Grundlagen zur Investorenkommunikation von Unternehmen

Die Kapitalmarktkommunikation und insbesondere die Investorenkommunikation sind international für Unternehmen von zunehmender Bedeutung. Aufgrund einer immer stärker vernetzten Welt breiten sich negative und positive Informationen sehr schnell aus und können negative wie positive Effekte auf die Wahrnehmung des Unternehmens und damit auch auf seinen Erfolg haben. Daher wird das Thema der Kapitalmarktkommunikation und insbesondere der Investorenkommunikation von immer mehr Unternehmen adressiert. In der Private Equity Branche gilt dieses Thema als ein Werttreiber im Bereich Corporate Governance und gewinnt bei Unternehmenstransaktionen an Relevanz (Subramanian (2015)).

Bereits Kaserer et al. (2007) weisen darauf hin, dass die Kommunikation von Unternehmensvorgängen wie strategische, operative und finanzielle Planungen auch hinsichtlich ihrer Kommunikationsart als Werttreiber bezeichnet werden können. Durch ein vertrauensvolles Zusammenwirken mit Investoren und Stakeholdern kann ein Unternehmen seinen Wert erhöhen, insbesondere weil das Vertrauen in das Unternehmen und seine Mitarbeiter steigt. Die nicht zu bewertenden Unsicherheitsfaktoren in einem Unternehmen sind negativ mit dem Vertrauen und damit der Kaufpreisberechnung eines potenziellen Investors korreliert (Kaserer (2011)).<sup>1</sup> Schlechte oder unzureichende Unternehmenskommunikation kann wie im Beispiel der Karstadt AG, die durch den Private Equity Investor Berggruen Holdings 2010 akquiriert wird, zu einem Imageproblem führen.<sup>2</sup>

Nach wie vor führen persistente Informationsasymmetrien zu einem Vertrauensproblem, das sich auch monetär auswirkt (Sahlman (1990), Kaserer et al. (2007), Subramanian (2015), Schmidt und Fahlenbrach (2016)). Schwierigkeiten ergeben sich in diesem Zusammenhang insbesondere bei Private Equity Transaktionen. Die Meinung vieler mittelständischer Unternehmen und deren Stakeholder über Private Equity Investoren ist vielfach immer noch mit zahlreichen Vorurteilen und Misstrauen behaftet (Kaserer et al. (2007), Lerner et al. (2011), Böschen (2017)). Vor diesem Hintergrund ist es von Interesse, welchen

---

<sup>1</sup> Siehe hierzu auch Kaplan und Schoar (2003).

<sup>2</sup> Eine Tochtergesellschaft der Berggruen Holdings hat die Karstadt AG akquiriert und versuchte durch zahlreiche Restrukturierungsprogramme den Wert der Firma zu steigern. Aufgrund einer schlechten öffentlichen Kommunikation hat der Investor seinen öffentlichen Ruf in Deutschland verschlechtert.

Einfluss diese Investoren auf die Unternehmens- insbesondere Investorenkommunikation haben. Das grundsätzliche Verhalten dieser Investoren ist sowohl in der rechtswissenschaftlichen, verhaltenswissenschaftlichen und wirtschaftswissenschaftlichen Literatur ein intensiv diskutiertes Thema.<sup>3</sup> Die Methoden der Kommunikationsanalyse sind folglich vielfältig und basieren auf diversen quantitativen und qualitativen Verfahren.

Zur Analyse der Unternehmenskommunikation ist grundsätzlich die Frage nach dem zu untersuchenden Medium zu stellen. Hier bilden textliche und sprachliche Medien einen Fundus an Informationen, der Anhaltspunkte geben kann.<sup>4</sup> Während textliche Informationen eine nachprüfbare Grundlage darstellen, sind sprachliche Ausführungen auch immer im Zusammenhang mit rhetorischen und verhaltenstheoretischen Aspekten zu betrachten, die für eine treffende Analyse essentieller Bestandteil sind. Die textlichen Informationen wie Presseartikel, Geschäftsberichte u. ä. stellen neben einem reinen Wortinhalt auch eine Übersichtlichkeit bzw. Präsentation in den Vordergrund. Zur Erreichung einer möglichst objektiven und standardisierten Analyse plädieren zahlreiche Wissenschaftler für eine Untersuchung von standardisierten Texten (Initial-Public-Offering- (IPO)-Berichte, Geschäftsberichte etc.).<sup>5</sup>

Die Kommunikationsart und -weise von Unternehmen ist grundsätzlich für zahlreiche Gruppierungen von Interesse. Die Mitarbeiter eines Unternehmens haben ein großes Interesse daran, was ihr Arbeitgeber strategisch, operativ und finanziell plant. In großen börsennotierten Unternehmen sind die Mitarbeiter auch auf öffentliche Informationen des Unternehmens angewiesen, um einen möglichst ganzheitlichen Eindruck zu erhalten und die Strategie und Sicherheit des Arbeitgebers besser beurteilen zu können (Williamson (1996)).

Gleichermaßen ist eine zielgerichtete Unternehmenskommunikation auch für die Kunden und Lieferanten eines Unternehmens von Bedeutung. Typischerweise verwenden diese Stakeholder das Rating<sup>6</sup> des Unternehmens als Beurteilungsgröße. Eine Analyse der Unter-

---

<sup>3</sup> Die einschlägige Literatur zu diesen Wissenschaften ist als Einstieg im folgenden Kapitel 1.2 sowie in Kapitel 2 dieser Arbeit erläutert.

<sup>4</sup> Informationen im Rahmen der Investorenkommunikation werden in der Regel sprachlich und/oder textlich vermittelt. Visuelle Darstellungen in Form von zumeist online verfügbaren Videos werden erst in der jüngeren Vergangenheit als Darstellungsform angewendet.

<sup>5</sup> Siehe hierzu auch Hanley und Hoberg (2010) sowie Loughran und McDonald (2013).

<sup>6</sup> Dies kann sowohl Ratings von Wirtschaftsinformationsdiensten wie „Creditreform“ als auch von Finanzinstituten umfassen. Hierdurch lassen sich Informationen über die wirtschaftliche Situation eines Unternehmens gewinnen.

nehmenskommunikation kann jedoch auch hier einen zusätzlichen Bewertungsmaßstab bieten, der auf versteckte Risiken hindeutet (Seth und Easterwood (1993)).

Außerdem ist die Nutzung und Verwendung von kommunizierten Informationen eines Unternehmens für Investoren relevant, die ein großes Interesse daran haben, möglichst effizient über ihr (potenzielles) Unternehmen informiert zu werden. Diese Informationen finden insbesondere für die Unternehmensbewertung und Strategiebeurteilung im Rahmen einer fundamentalen Analyse Verwendung (KKR (1989), Lerner und Hardyman (2002)).

Die vorliegende Arbeit konzentriert sich auf eine kritische Betrachtung des Mediums „Geschäftsbericht“ aus Sicht eines potenziellen Investors. Analysiert wird die Investorenkommunikation für deutsche börsennotierte Unternehmen, die im Rahmen einer Private Equity Transaktion akquiriert werden.<sup>7</sup> Untersuchungsgegenstand ist die Investorenkommunikation der Unternehmen vor dem Einstieg eines Private Equity Investors und während der Haltdauer der Beteiligung.

Potenzielle Investoren sind sehr daran interessiert, welche Kriterien für eine transparente Investorenkommunikation sprechen, da diese Kriterien als Werttreiber klassifiziert werden können (Kaserer et al. (2007)).<sup>8</sup> In diesem Zusammenhang kann die Rolle von Private Equity Investoren für zahlreiche öffentliche und private Institutionen von Bedeutung sein. Diese Institutionen sind mitunter als Stakeholder eines Unternehmens auf eine transparente Investorenkommunikation angewiesen, um dieses Unternehmen selbst und seine Entwicklung beurteilen zu können, ohne aber einen direkten Einfluss auf die Kommunikation auszuüben. Hier stellt sich die Frage, welche Bedeutung diese Investoren für die Investorenkommunikation haben, insbesondere vor dem Hintergrund, dass sie als spezialisierte Finanzinvestoren die Bedürfnisse der Investoren eines Unternehmens aus eigener Erfahrung kennen (Feldman et al. (2009)). Außerdem gewinnt vor dem Hintergrund eines wachsenden Marktes von passiven Investmentstrategien die Corporate Governance Kompetenz von spezialisierten Finanzinvestoren und deren praktische Umsetzung an Relevanz, da die großen Asset Management Unternehmen Corporate Governance Funktionen bzw. Aktionärsrechte tendenziell immer weniger wahrnehmen und aktiv beeinflussen (Bösch (2017)). Erkenntnis-

---

<sup>7</sup> Die Begriffe „Transaktion“ und „Deal“ werden im Folgenden synonym verwendet. Genauso „Private Equity Investor/Gesellschaft“ und „Finanzinvestor“ sowie die Begriffe „Zielunternehmen“ und „Target“.

<sup>8</sup> Siehe hierzu auch Kapitel 2.5.

se über Veränderungen der Investorenkommunikation könnten zu diesen Fragen wertvolle Hinweise liefern.

Aus den obigen Ausführungen leitet sich die Forschungsfrage (FF) dieser Dissertation ab, die anhand von zwei Teilfragen (TF) wissenschaftlich untersucht wird:

*Forschungsfrage: „Wie verändert sich die Investorenkommunikation eines Unternehmens in quantitativer und qualitativer Hinsicht nach der Akquisition durch einen Private Equity Investor?“*

*Teilfrage 1: „Gibt es quantitative und qualitative Aspekte bei einer Private Equity Transaktion im Hinblick auf den Informationsgehalt eines Geschäftsberichts des Zielunternehmens?“*

*Teilfrage 2: „Gibt es einen Zusammenhang zwischen den Erkenntnissen aus quantitativen und qualitativen Aspekten zum Informationsgehalt eines Geschäftsberichts und welche Bedeutung haben diese für die Investorenkommunikation?“*

Eine Vielzahl von Autoren hat sich bereits mit der Thematik der Investorenkommunikation beschäftigt. Jedoch ist vor allem der deutsche Private Equity Markt hier bisher wenig untersucht.<sup>9</sup> Dabei ist auch dieser Markt vor dem Hintergrund der Existenz zahlreicher mittelständischer Unternehmen von Interesse. Ferner sind im Zusammenhang mit den obigen Forschungsfragen Geschäftsberichte als Medium noch nicht eingehend analysiert worden. Hinzu kommt, dass die Analysemethodik in Form der bekannten quantitativen Analyse bereits in ähnlicher Form von zahlreichen Autoren angewendet wird, jedoch noch nicht um eine umfassende qualitative Analyse erweitert wurde. Zu dieser geographischen, methodischen und medialen Abgrenzung, differenziert sich die vorliegende Arbeit zusätzlich durch einen für Deutschland umfangreichen Untersuchungszeitraum, der Berichtsanalysen von 1999 bis 2013 umfasst.

Im folgenden Literaturüberblick (Kapitel 1.2) werden Analysen im Bereich der Investorenkommunikation und Transparenz vor dem Hintergrund unterschiedlicher Märkte, Untersuchungsmedien und Analysemethoden vorgenommen. Kapitel 1.3 geht auf Problemstellun-

---

<sup>9</sup> Zur Thematik der Investorenkommunikation wird auf das folgende Kapitel 1.2 verwiesen. Für den deutschen Markt existieren im Bereich Private Equity primär Untersuchungen vor dem Hintergrund makroökonomischer Entwicklungen und der Betrachtung von Werttreibern, jedoch nicht zur Investorenkommunikation (Kaserer et al. (2007), Prokop (2008), Kaserer (2011), BVK (2015)).

gen und die Zielsetzung der vorliegenden Arbeit ausführlich ein. Der Gesamtaufbau dieser Dissertation wird in Kapitel 1.4 dargestellt.

Aufgrund der Neuartigkeit des Forschungsfeldes sowie der Besonderheit der in dieser Arbeit verwendeten Analysemethoden, erfolgt der Literaturüberblick im Rahmen der Darstellungen und Eingrenzungen der Themenfelder Private Equity und Corporate Governance und zu diesen beiden Themenfeldern in Bezug stehenden Transparenzaspekten.

## **1.2 Empirische Forschung zur Investorenkommunikation**

### **Hanley und Hoberg (2010)**

Hanley und Hoberg (2010) analysieren in ihrer Studie „The Information Content of IPO Prospectuses“ IPO-Prospekte in den USA auf ihren Informationsgehalt. Hierbei verwenden Sie einen umfassenden Wording-Prozess. Als Wording-Prozess wird ein Analyseprozess verstanden, der Texte auf Basis spezieller Wörter oder Wortzusammenhänge (content) untersucht. Im Rahmen dieses Prozesses werden Standardinhalte und darüber hinausgehende informative Inhalte unterschieden und analysiert. Als Standardinhalt gelten Formulierungen und Inhalte, die in aktuellen und im Rahmen von bisher stattgefundenen IPOs veröffentlicht werden. Positive und negative Abweichungen von diesem Standardinhalt sind als informativer Inhalt definiert und bieten dem Leser eines IPO-Prospektes eine zusätzliche Information. Mehr informativer Inhalt in einem IPO-Prospekt sollte der in der Studie formulierten Hypothese nach zu einem besseren Angebotspreis, d.h. geringeren Schwankungen und damit einem geringeren Underpricing<sup>10</sup> führen. Der durchgeführte Wording-Prozess basiert auf Wortlisten aus verschiedenen wirtschaftswissenschaftlichen Bereichen, die den informativen Inhalt kennzeichnen.

Die Stichprobe beinhaltet alle IPOs in den USA von 1996 bis 2005. Ihre Daten beziehen Hanley und Hoberg (2010) aus der „Securities Data Company U.S. New Issues Database“.

Die Ergebnisse der Studie zeigen, dass mehr informativer Inhalt in einem IPO-Prospekt auch zu einem exakteren Angebotspreis beim IPO führt. Eine Steigerung des informativen

---

<sup>10</sup> Als Underpricing wird die Differenz zwischen dem Angebotspreis neuer Aktien und dem ersten Handelspreis auf dem Sekundärmarkt (Hanley und Hoberg (2010)).

Inhalts um 1 Standard Deviation (SD) ist mit einer ca. 3% Reduktion der absoluten Wertveränderung und einer 2% Veränderung des Angebotspreises verbunden. Außerdem finden die Autoren heraus, dass die Volatilität des Underpricings in diesem Fall um 8% sinkt. Das Gegenteil wird für die Veränderung von Standardinhalten beobachtet: So führt eine Erhöhung der Standardinhalte um 1SD zu einer 1,5% Erhöhung des absoluten Angebotspreises. Ferner untersuchen Hanley und Hoberg (2010) auch die einzelnen Bestandteile der IPO-Prospekte auf ihre Korrelation mit den Veränderungen der informativen Inhalte. Hier ist festzustellen, dass die Kapitel „Management Discussion and Analysis“ (MD&A)<sup>11</sup> die meisten informativen Inhalte aufweisen und damit auch in direktem Zusammenhang zum späteren Angebotspreis stehen. Diese Kapitel sind überdies vom Management selbst geschrieben und weisen dadurch die größte Individualität auf. Um Transparenzaspekte bei einem IPO im Vorfeld bewerten zu können, sollten demnach diese Kapitel intensiver betrachtet werden.

### **Loughran und McDonald (2013b)**

Loughran und McDonald (2013b) betrachten im Rahmen ihrer 2013 veröffentlichten Studie „IPO First-Day Returns, Offer Price Revisions, Volatility, and Form S-1 Language“ Form S-1 SEC-filings.<sup>12</sup> Die Form und die Wortwahl innerhalb dieser vor einem IPO veröffentlichten Dokumente soll Investoren dazu befähigen, die Geschäftsstrategie der Unternehmen beurteilen zu können. Die Autoren verfolgen bei ihrer Analyse die Hypothese, dass mehr unsicherer Text innerhalb der Form S-1 SEC-filings die Schwierigkeit erhöht, ein Unternehmen und damit den IPO-Prozess zu beurteilen und zu bewerten. Dieses Vorgehen beruht auf der Erkenntnis und Analyse von IPOs in den USA. IPOs in den USA werden immer häufiger von neuen, jungen meist technologieaffinen Unternehmen durchgeführt. Für diese Firmen liegen keine umfangreichen historischen Informationen vor, auf deren Grundlage eine Projektion von Ergebnis- oder Cashflow-(CF)Kennzahlen durchgeführt werden könnte. Insofern soll der hier vorgenommene Wording-Prozess Anhaltspunkte für die Bewertung von IPOs geben.

---

<sup>11</sup> Der MD&A Teil bildet den Teil innerhalb eines zu veröffentlichenden Berichtes, der die größten Möglichkeiten einer individuellen Gestaltung bietet. Hier kann der Vorstand oder das Unternehmen den Inhalt relativ frei bestimmen und gestalten, was hingegen bei den durch Regulierungsvorgaben bestimmten anderen Berichtsbestandteilen in einem deutlichen geringeren Ausmaß möglich ist.

<sup>12</sup> Security and Exchange Commission (SEC).

Der Wording-Prozess innerhalb dieser Studie basiert auf einer von den Autoren selbst konstruierten Wortliste mit Wörtern, die Unsicherheit signalisieren sollen und auch besonders für Finanzdokumente geeignet sind. Diese Wortliste wird mit den Renditen am ersten Handelstag, Angebotspreisberichtigungen und der Angebotspreisvolatilität während des IPO-Prozesses verglichen. Untersucht werden in dieser Studie 1.887 durchgeführte IPOs in den USA in einem Zeitraum zwischen 1997 und 2010.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass IPOs deren Form S-1 SEC-filings einen hohen Anteil an unsicheren Wörtern aus der von Loughran und McDonald zusammengestellten Wortliste aufweisen, höhere Renditen am ersten Handelstag, höhere absolute Berichtigungen der Angebotspreise und eine höhere nachfolgende Volatilität zeigen. So führt beispielweise eine Steigerung der unsicheren Wörter um 1SD zu einer Erhöhung der Renditen am ersten Handelstag um signifikante 4%. Eine Steigerung des Anteils an unsicheren Wörtern um 1SD ist in dem betrachteten Datensatz mit einer 3% Erhöhung der Renditen am ersten Handelstag verbunden.

### **Li (2006)**

Li untersucht in seiner 2006 durchgeführten Studie Aktienmärkte auf ihre Effizienz. Als Medium dienen ihm 10-K Berichte<sup>13</sup> (Geschäftsberichte) US-amerikanischer Unternehmen, die ebenfalls durch einen Wording-Prozess auf eine in den Berichten enthaltene Risikoneigung getestet werden. Dementsprechend führt eine hohe Anzahl an Wörtern aus der von Li definierten Wortliste zu einem erhöhten Risiko in dem untersuchten 10-K-Bericht. Daraus resultiert die von Li formulierte Hypothese: Eine Erhöhung des Risiko-Sentiments in den 10-K-Berichten ist mit geringeren zukünftigen Erträgen verbunden. Hierzu betrachtet Li (2006) immer den Zeitpunkt zwölf Monate nach dem Veröffentlichungsdatum des 10-K-Berichts. Mit dieser Analyse und diesem Vorgehen ist die Studie von Li eine der Ersten, die die Beziehung zwischen den aus öffentlichen Texten anhand eines Wording-Prozesses extrahierten Informationen und Aktienrenditen darlegt.

Argumentativ begründet der Autor seine wissenschaftliche Analysemethodik damit, dass zur Analyse von standardisierten Jahresberichten, wozu die 10-K-Berichte in den USA gehören, insbesondere Ausführungen zum Zahlenwerk betrachtet werden und dieses überwiegend Informationen aus der Vergangenheit beinhaltet. Anhand von Vergangem fällt eine

---

<sup>13</sup> Als Form 10-K wird von der SEC ein Jahresbericht in standardisierter Form bezeichnet.

Einschätzung der Zukunft bzw. eine Prognose jedoch äußerst schwer. Formulierungen und in Texten enthaltene Informationen hingegen können Informationen über die Zukunft und Erwartungen enthalten. Diese Informationen sind demnach für eine Prognosefähigkeit bedeutsam und sollten stärkere Berücksichtigung finden.

Die Berichte entnimmt er der CRSP-COMPUSTAT Datenbank. Seine Stichprobe erstreckt sich über den Zeitraum von 1994 bis 2005 und enthält 34.180 Firmenjahre mit 10-K-Berichten.

Als Ergebnis kann festgestellt werden, dass Firmen mit einem hohen Anstieg im Risiko-Sentiment signifikant negative Renditen im Vergleich zu Firmen mit einem geringen Anstieg im Risiko-Sentiment aufweisen. Auf Basis dieser ersten Erkenntnisse entwickelt Li (2006) anhand des 4-Faktor-Modells eine Investmentstrategie, die den Kauf von Firmen mit geringer Erhöhung im Risiko-Sentiment unterstellt und den Verkauf von Firmen mit einer großen Erhöhung im Risiko-Sentiment. Mit dieser Strategie kann ein jährliches Alpha von über 10% generiert werden.

#### **Feldman et al. (2009)**

Feldman et al. (2009) untersuchen in ihrer Studie „Management’s tone change, post earnings announcement drift and accruals“ die MD&A-Kapitel in den bei der SEC veröffentlichten Form 10-Q und Form 10-K Berichten auf Signalwörter. Sie nehmen eine Klassifizierung von einer eigens konstruierten Wortliste nach positiven und negativen Wörtern vor, anhand derer Änderungen in den Formulierungen innerhalb des MD&A-Teils relativ zu den Formulierungen in Berichten von vorigen Perioden untersucht werden. Als Datengrundlage dient die SEC-EDGAR-Datenbank mit Berichten von 1993 bis 2007. Die Autoren beschreiben auch, dass eine ausschließliche Kommunikation von finanziellen Informationen nicht mehr ausreicht, um in einem angemessenen Umfang mit dem Kapitalmarkt und den Investoren zu kommunizieren.<sup>14</sup> Qualitative Faktoren rücken hier zunehmend in den Fokus. Insbesondere qualitative Textinhalte und eine gute Corporate Governance gewinnen dadurch nicht nur als Werttreiber bei Private Equity Transaktionen an Bedeutung. Feldman et al. formulieren die Hypothese, dass regelmäßige Teilnehmer an den Finanzmärkten über

---

<sup>14</sup> Siehe hierzu auch Studien zur Bedeutung von qualitativen Faktoren zur Unternehmensbewertung wie Shiller (1981), Lev und Thiagarajan (1993) und Amir und Lev (1996).

eine ausgesprochene Erfahrung in der Verarbeitung und Analyse dieser Informationen verfügen müssten.

Die formulierte Forschungsfrage lässt sich wie folgt zusammenfassen: Hat eine Veränderung von Formulierungen in den Berichtsbestandteilen MD&A in SEC-filings im Vergleich zu Berichten der gleichen Firma aus vorherigen Perioden einen Informationsgehalt über Gewinnüberraschungen oder Rückstellungspositionen?

Durch eine multivariate Regressionsanalyse und die Bildung einer Buy-and Hold-Strategie zeigen die Autoren, dass durch Abweichungen in pessimistischen und optimistischen Formulierungen genau wie durch die Veränderungen der Differenzen zwischen optimistischen und pessimistischen Formulierungen Überrenditen in einem kurzen Zeitfenster um das Veröffentlichungsdatum erzielt werden können. Die Studie von Feldman et al. gilt als eine der Ersten, die zeigen, dass verbale Informationen signifikante Auswirkungen auf die Aktienpreisentwicklung und damit auch auf das Verhalten von Investoren haben.

### **Ferris et al. (2012)**

Ferris et al. (2012) untersuchen IPO-Prospekte von Unternehmen in den USA.<sup>15</sup> Sie verwenden eine Textanalyse bzw. einen Wording-Prozess, der auf den Wortlisten von Loughran und McDonald (2013b)<sup>16</sup> basiert. Überprüft wird der Zusammenhang von konservativen Formulierungen in IPO-Prospekten, dem IPO-Pricing mit der Aktienperformance und der operativen Entwicklung der Unternehmen. Ferris et al. (2012) betrachten 1.100 IPOs für den Zeitraum von 1999 bis zum Jahr 2005. Technologie orientierte Unternehmen werden innerhalb der Studie separat betrachtet und analysiert. Eine konservative Ausdrucksweise innerhalb der IPO-Prospekte wird als vorsichtige Sprache definiert, mit der das Management die Glaubwürdigkeit innerhalb des Prospekts für das Unternehmen stärken möchte.

Als Hypothese formulieren sie, dass Unternehmen aus dem Nicht-Technologiesektor mehr Aufmerksamkeit für konservative Formulierungen und Ausführungen in IPO-Prospekten erhalten. Hintergrund ist, dass ein zu großer Konservatismus in den Formulierungen während des IPO-Prozesses kostenintensiv werden kann. Die Analyse von Textteilen in IPO-Prospekten und generell in von börsennotierten Unternehmen zu veröffentlichenden Do-

---

<sup>15</sup> Überwiegend an der New York Stock Exchange (NYSE) gelistete Unternehmen.

<sup>16</sup> Siehe hierzu auch Loughran und McDonald (2013a).

kumenten gilt laut den Autoren dieser Studie auch im Jahr 2012 als zunehmend relevantes Analysefeld.

Im Ergebnis kommen Ferris et al. (2012) zu der Erkenntnis, dass weiche Informationen, die aus Textanalysen gewonnen werden, eine quantitative Analyse von IPO-Prospekten, Jahresabschlüssen und ähnlichen Dokumenten ergänzen oder vervollständigen können. Diese mehr auf qualitative Faktoren gerichtete Untersuchung kann wertvolle zuvor unberücksichtigte Aspekte miteinbeziehen und somit eine umfassendere Betrachtung ermöglichen. In der vorliegenden Studie führt ein höherer Konservatismus zu einem höheren Underpricing.

Die folgende Tabelle 1 stellt die zuvor erläuterten Studien zusammenfassend dar und verdeutlicht den überwiegend eingesetzten quantitativen Analyseansatz:

Tabelle 1: Übersicht empirischer Transparenzstudien

Studie	Analysemedium	Analysezeitraum	Analyseansatz
Hanley und Hoberg (2010)	IPO-Berichte	1996 - 2005	Quantitativ
Loughran und McDonald (2013)	IPO-Berichte	1997 - 2010	Quantitativ
Li (2006)	Geschäftsberichte	1994 - 2005	Quantitativ
Feldman et al. (2009)	Geschäftsberichte	1993 - 2007	Quantitativ mit qualitativen Ansätzen
Ferris et al. (2012)	IPO-Berichte	1999 - 2005	Quantitativ mit qualitativen Ansätzen

Quelle: Eigene Darstellung (2016).

### 1.3 Problemstellung und Zielsetzung

Die Assetklasse Private Equity gilt seit ihren Ursprüngen als verschwiegen und intransparent. Neben den zahlreichen Publikumsgesellschaften, die mit zunehmendem politischen Druck immer stärker reguliert werden, hat der gesamte Bereich des Private Equity erst in der jüngeren Vergangenheit Maßnahmen eingeführt, die den Informationsfluss zwischen den Beteiligten, aber auch der Öffentlichkeit, erhöhen.

Die Thematik der Corporate Governance hat in den letzten Dekaden erheblich an Bedeutung und öffentlichem Interesse gewonnen (Dörner et al. (2003), Kaserer et al. (2007), OECD (2015)). Dies gilt insbesondere für börsennotierte Gesellschaften, die auf Basis von freiwilligen Corporate Governance Kodizes zahlreiche Geschäftsaktivitäten transparent und nachvollziehbar machen sollen (Kaserer et al. (2007), Subramanian (2015), Schmidt und Fahlenbrach (2016), Bösch (2017)).

Neben den bereits genannten Transparenzerfordernissen ist die Transparenz der Portfoliounternehmen von Private Equity Investoren in mehrfacher Hinsicht von Bedeutung: Zum einen kann hierdurch ein signifikanter Einfluss auf die Rendite für den Private Equity Investor respektive der von ihm betreuten Fondsgesellschaft vorliegen. Zum anderen können die Auswirkungen für das Portfoliounternehmen selbst relevant sein, denn eine erhöhte Transparenz geht häufig mit verbesserten Beziehungen zu den Stakeholdern einher (Ecker et al. (2005)).<sup>17</sup>

Zu der Transparenz von Portfoliounternehmen liegen bisher keine umfangreichen empirischen Studien vor, sodass bislang keine eindeutigen Aussagen zu den Auswirkungen bzw. dem Einfluss von Private Equity Investoren auf die Transparenz von Portfoliounternehmen getroffen werden können. Aufgrund fehlender direkt anwendbarer Analysemethoden und in der Regel relativ kleinen Stichproben sind auch keine wissenschaftlichen Analysen über die Corporate Governance Aktivitäten von Private Equity Investoren in Deutschland im Bereich Transparenz bekannt.

Die im vorigen Kapitel vorgestellte(n) Literatur bzw. Studien bestätigen dies und beziehen sich ausschließlich auf den US-Aktienmarkt und überwiegend auf das Medium IPO-Prospekt. In Deutschland gewinnt das Thema Private Equity nicht zuletzt aufgrund des stark vertretenen Mittelstands und vorliegender Nachfolgeprobleme zunehmend an Bedeutung. Viele Unternehmen haben starke Marken im Produktportfolio und stabile Cash-Flows, mit denen sie ein präferiertes Ziel für Private Equity Investoren darstellen (BVK (2011)).<sup>18</sup> Aufgrund der in Deutschland relativ geringen Anzahl an IPOs pro Jahr eignen sich IPO-Prospekte nicht als zu untersuchendes Medium, zumal eine Private Equity Gesellschaft in diesen Prozess involviert sein müsste. Vor diesem Hintergrund bieten sich die Geschäftsberichte börsennotierter Unternehmen in Deutschland als zu untersuchendes Medium an. Wie bereits Li (2006) darstellt, bieten Geschäftsberichte die Möglichkeit neben quantitativen Transparenzaspekten auch zusätzliche informative inhaltliche Erkenntnisse zu generieren und auszuwerten.

Ziel der vorliegenden Dissertation ist es, herauszufinden, ob es bei in Deutschland börsennotierten Portfoliounternehmen von Private Equity Investoren im Rahmen der Investoren-

---

<sup>17</sup> Dies kann weitreichende Folgen auch für das Image eines Unternehmens und damit seine zukünftige Entwicklung haben.

<sup>18</sup> Dies gilt insbesondere für den Bereich der „Old-Economy“, demnach traditionelle (meist) Produktionsunternehmen, in dem viele deutsche Unternehmen weltweit eine Führungsposition einnehmen.

kommunikation Veränderungen von Transparenzaspekten im Medium Geschäftsbericht gibt. Hier soll eine Tendenz identifiziert werden, ob Finanzinvestoren mit Hilfe von Corporate Governance Werttreibern in Form von Transparenzaspekten zur Investorenkommunikation beitragen. Gibt es demnach Anzeichen, die darauf hindeuten, dass Private Equity Gesellschaften ihre Kompetenz im Bereich der Kapitalmarkt- bzw. Investorenkommunikation aktiv dazu nutzen, Informationen transparenter und damit informativer an Investoren zu kommunizieren? Eine derartige Kommunikation hilft Unternehmen dabei, zielgerichteter zu informieren und die Akzeptanz und damit auch den Preis zu erhöhen, den Investoren bereit sind für ein Unternehmen zu bezahlen. Zielstellung ist folglich primär eine Untersuchung der Kommunikation innerhalb von Geschäftsberichten in Deutschland und nicht diverse mögliche Auswirkungen dieser Kommunikation bzw. Kommunikationsänderungen.

#### **1.4 Aufbau**

Das folgende Kapitel 2 umfasst die Grundlagen des Private Equity Marktes in Deutschland und stellt Corporate Governance als Mechanismus bei Private Equity Transaktionen mit zunehmender Bedeutung dar. Zu Beginn wird eine Definition und Begriffsabgrenzung des Private Equity Marktes in Deutschland vorgenommen, um die im Laufe der Dissertation untersuchten und dargestellten Transaktionen vor einem internationalen Kontext einordnen zu können. Hierzu erfolgt sowohl eine Erläuterung der Historie des Private Equity Marktes als auch der aktuellen Marktstruktur in Deutschland. Anschließend wird eine Definition und Begriffsabgrenzung von Corporate Governance vorgenommen, die Prinzipal-Agenten-Theorie vorgestellt und sonstige Corporate Governance Theorien erläutert. In diesem Rahmen sind auch die mit Transaktionen verbundenen Prinzipal-Agenten-Beziehungen zwischen Private Equity Unternehmen (Prinzipal) und dem Managementteam (Agenten) der Zielunternehmen<sup>19</sup> sowie dem Ziel der Senkung der daraus entstehenden Agency Kosten<sup>20</sup> von Bedeutung. Ein besonderer Fokus dieses Kapitels liegt auf der Abgrenzung von gesetzlichen Regelwerken im Bereich Corporate Governance, die im folgenden Unterkapitel er-

---

<sup>19</sup> In dieser Arbeit wird ein Unternehmen, in das ein Private Equity Unternehmen bereit ist zu investieren, aber noch nicht investiert hat, als Zielunternehmen oder Target und nach erfolgter Investition als Portfoliounternehmen bezeichnet.

<sup>20</sup> Agency Kosten sind nach Jensen und Meckling (1976) Kosten, die aus asymmetrisch verteilten Informationen zwischen Prinzipal und Agent resultieren. Der Agent kann entgegen den Interessen des Prinzipals versuchen seinen Nutzen zu maximieren. Die Kosten, die für präventive Maßnahmen aufgewendet werden müssen, werden als Agency Kosten bezeichnet. Siehe hierzu auch Kapitel 2.2.2.

läutert werden. Hierzu werden sowohl internationale Vorgaben wie die OECD-Richtlinie und das Grünbuch der Europäischen Union als auch nationale Richtlinien näher betrachtet, um eine spätere Einordnung von Informationen und deren Kommunikation zu ermöglichen. Diese Betrachtungen sind für die vorliegende Arbeit von hoher Wichtigkeit, um eine Basis für die folgenden Untersuchungen zu bilden. So dienen die gesetzlichen Regelwerke als Grundlage für die spätere qualitative Analyse. Die Darstellung der Corporate Governance Theorien dient dem Verständnis der Entstehung und der Beurteilung von diversen quantitativen und qualitativen Aspekten der Investorenkommunikation und daraus entstehenden Implikationen für das Zusammenwirken von Investoren und Unternehmen/Management.

Nach dieser gesetzlich basierten Einordnung erfolgt eine Betrachtung der Bedeutung von Transparenz innerhalb der Corporate Governance. In diesem Rahmen wird kurz auf Transparenzaspekte und -kriterien<sup>21</sup> eingegangen, um deren zunehmende Relevanz zu verdeutlichen. Abschließend erfolgt eine Darstellung der Transparenz als Werttreiber bei Private Equity Transaktionen.

Kapitel 3 stellt die Identifikation von Transparenz bei Private Equity Portfoliounternehmen in den Fokus. Nach einer Darstellung der Grundlagen und eindeutigen Definition des Transparenzbegriffes für diese Arbeit, werden quantitative und qualitative Analyseansätze dargestellt. Neben den Möglichkeiten der Anwendung dieser beiden Analyseverfahren wird auch auf deren Aussagekraft im Rahmen einer späteren Auswertung eingegangen. Dies dient dem Verständnis der Analyseansätze im Rahmen der Transparenzforschung. Abschließend werden auch mögliche Störeffekte und Verzerrungen dieser beiden Analyseverfahren dargestellt und auf theoretischer Basis kritisch betrachtet. Die qualitativen Ansätze gehen darüber hinaus auf die Entwicklung von qualitativen Transparenzkriterien mit Hilfe der Grounded Theory ein. Eine Zusammenfassung der gewonnenen Erkenntnisse bildet den letzten Untergliederungspunkt in diesem Kapitel.

Die Konzeption einer eigenen Stichprobe und deren statistische Auswertung sind Bestandteil des 4. Kapitels dieser Arbeit. Nach einer Zusammenfassung relevanter theoretischer Grundlagen erfolgt eine Darstellung des Stichprobendesigns, insbesondere der Datengrundlage, deren Struktur und die Entwicklung der finalen Analytestichprobe. Daraufhin wird

---

<sup>21</sup> Unter Transparenzaspekten wird im Folgenden ein Oberbegriff verstanden, unter dem verschiedene Transparenzkriterien definiert sein können. Ein Transparenzkriterium ist singular nachprüfbar, z.B. ob die Vergütung des Aufsichtsratsvorsitzenden im Geschäftsbericht aufgeführt ist oder nicht. Siehe hierzu auch Kapitel 2.4.2.

die quantitative Analyse durchgeführt. Hierzu wird die Methodik der Ereignisstudie erläutert und verschiedene Teilstichproben konstruiert. Im Weiteren erfolgt eine statistische Auswertung der Gesamtstichprobe sowie der einzelnen Teilstichproben. Abschließend wird auf Störeffekte und Verzerrungen in der quantitativen Analyse eingegangen sowie ein Zwischenergebnis zu den gewonnenen Erkenntnissen formuliert. Im folgenden Unterkapitel wird die qualitative Analyse durchgeführt. In diesem Rahmen werden ebenfalls die Methodik der Ereignisstudie und die Konzeption der Teilstichproben dargestellt. Daraufhin folgen die statistische Auswertung der Gesamtstichprobe und der Teilstichproben sowie die Erörterung von möglichen Störeffekten und Verzerrungen im Rahmen der qualitativen Analyse. Dieses Unterkapitel schließt ebenfalls mit der Formulierung eines Zwischenergebnisses. Im Rahmen einer Zusammenführung der Ergebnisse aus der quantitativen und qualitativen Analyse zu einer Gesamtanalyse und der daraus resultierenden Implikationen schließt dieses Kapitel mit einer kurzen Zusammenfassung der gewonnenen Erkenntnisse in Kapitel 4.5.

Kapitel 5 fasst die Arbeit als Ganzes zusammen und gibt einen Ausblick auf die generelle Durchführbarkeit und künftige Entwicklung von Transparenz bei Private Equity Transaktionen aus wissenschaftlicher Sicht sowie die daraus resultierenden Auswirkungen auf die Geschäftstätigkeit von Private Equity Investoren.

## 2 Private Equity als Corporate Governance Mechanismus

### 2.1 Private Equity in Deutschland

#### 2.1.1 Definition und Begriffsabgrenzung

Die Definition von Private Equity ist nicht einheitlich erfasst und differiert je nach verwendeter Quelle. Grundsätzlich wird unter Private Equity jedoch die Investition in Eigenkapitalinstrumente von nicht-börsennotierten Unternehmen durch institutionelle und private Investoren verstanden (Hertz-Eichenrode et al. (2011)). Zusammen mit meist im Wesentlichen auf den Kapitalmarkt konzentrierten Hedge Fonds<sup>22</sup> ist Private Equity den alternativen Investments zuzuordnen. Diese primär auf finanzielle Interessen ausgerichteten Marktteilnehmer unterscheiden sich hinsichtlich ihrer mit einer Investition verbundenen Interessen zum Teil erheblich von strategischen Investoren<sup>23</sup> (Kaserer et al. (2007)). Ziel dieser auf finanzielle Interessen ausgerichteten Investoren ist es, bei Käufen von Unternehmensbeteiligungen nach einer Haltedauer zwischen meist 2 und 6 Jahren eine möglichst hohe Rendite auf das eingesetzte Kapital zu erzielen. Um dieses Ziel zu erreichen, bedienen sich die Investoren diverser Wertsteigerungsmechanismen (Kaserer et al. (2007)). Der Bereich Private Equity wird bei einer dezidierten Betrachtung in Venture Capital, klassisches Private Equity und aktivistische Hedge Fonds<sup>24</sup> unterteilt. Da in der vorliegenden Dissertation ein Verständnis für alle drei zuvor genannten Investorentypen von Bedeutung ist, werden diese im Folgenden kurz voneinander abgegrenzt und eine Fokussierung vorgenommen.

Aktivistische Hedge Fonds verfügen aufgrund ihres historischen Ursprungs und ihrer auf den Kapitalmarkt fokussierten Geschäftstätigkeit über eine hohe Kapitalmarktexpertise. Sie treten Mitte des 19ten Jahrhunderts erstmals als professionelle Investoren auf, die versuchen, absolute positive Renditen zu erzielen und dies auch in fallenden Marktphasen. Zur Erreichung dieses Ziels erwerben sie auch Minderheitsbeteiligungen an börsennotierten Unternehmen und versuchen seit den letzten Jahrzehnten zunehmend aktiv Einfluss auf die

---

<sup>22</sup> Für einen weiteren grundsätzlichen Vergleich von Private Equity und Hedge Fonds siehe: Achleitner und Kaserer (2005).

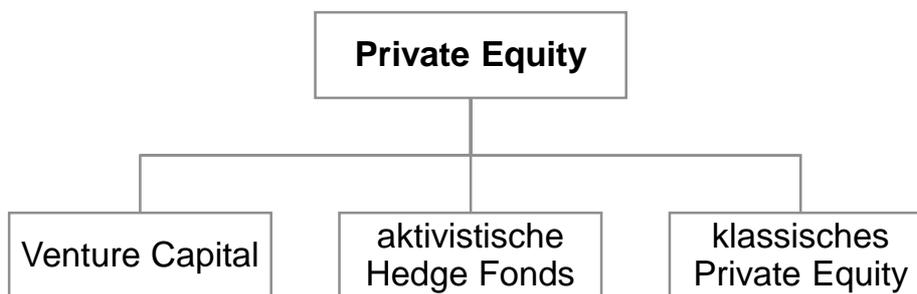
<sup>23</sup> Strategische Interessen im Rahmen von Unternehmensakquisitionen umfassen im Wesentlichen die Nutzung umsatzsteigernder und kostensenkender Synergien in Unternehmen. Eine Ausnahme stellt hier die Buy-and-Build-Strategie dar, bei der nach einer Unternehmensakquisition Finanzinvestoren aktiv versuchen, den Markt durch weitere Akquisitionen zu konsolidieren und so auch entstehende Synergien zu heben (siehe auch Kapitel 2.3.2).

<sup>24</sup> Als meist unabhängige Kapitalsammelstellen mit dem Fokus auf den Erwerb von börsennotierten Minderheitsbeteiligungen gegründet, investieren diese Hedge Fonds zunehmend auch in Mehrheitsbeteiligungen an börsennotierten und nicht-börsennotierten Unternehmen (Institutional Money (2009)).

Geschäftsführung der Portfoliounternehmen auszuüben. Mit diesem Verhalten beginnen aktivistische Hedge Fonds zunehmend mit klassischen Private Equity Unternehmen zu konkurrieren (Grünbichler et al. (2001)). Dies wird insbesondere durch den Umstand verstärkt, dass einzelne aktivistische Hedge Fonds auch Mehrheitsbeteiligungen an nicht-börsennotierten Unternehmen eingehen und damit die Targets klassischer Private Equity Investoren erwerben (Klein und Zur (2010)). Trotz dieser Ähnlichkeiten und diffizilen Differenzierung verfolgen aktivistische Hedge Fonds überwiegend eine opportunistische und weitaus passivere Investmentstrategie. So fordern diese Investoren in der Regel Verkäufe von Geschäftsbereichen, Aktienrückkäufe und/oder die Ausschüttung von Sonderdividenden, um einen möglichst schnellen Rückfluss des eingesetzten Kapitals zu erreichen (Campbell und Spiegel (2005)). Im Gegensatz hierzu konzentrieren sich klassische Private Equity Investoren auf langfristige Strategien der Wertsteigerung (Kaserer et al. (2007)).

Venture Capital Gesellschaften hingegen investieren im Rahmen ihrer Geschäftstätigkeit in junge Unternehmen in den frühen Unternehmensentwicklungsphasen Seed, Start-Up und Expansion. Charakterisierend für diese Targets sind eine schwierigere Prognose der Geschäftstätigkeit und damit auch der zukünftigen zu erwartenden Cash-Flows. Daher weisen Venture Capital Investitionen grundsätzlich ein höheres Risikoprofil auf. Im Rahmen ihrer Investments tätigen Venture Capital Gesellschaften eher Minderheitsbeteiligungen und beteiligen das Management oder Gründerteam signifikant am Unternehmen, um eine möglichst vollumfängliche Interessengleichheit herzustellen (Weitnauer (2001)). Ferner investieren Venture Capital Gesellschaften geringe Anfangsbeträge bei Ersteintritt in ein Unternehmen und erhöhen diese Investitionssumme sukzessive bei Vorliegen bzw. dem Erreichen zuvor eindeutig definierter Ziele (Milestones). Abbildung 1 visualisiert diese Abgrenzung der Investorentypen.

Abbildung 1: Abgrenzung des Private Equity Marktes



Quelle: Eigene Darstellung (2016).

Das klassische Private Equity Geschäft konzentriert sich nach den zuvor gewonnenen Erkenntnissen auf Investitionen in Unternehmen verschiedener Entwicklungsphasen, die nicht börsennotiert sind und über die kaum öffentliche Informationen vorliegen. Demnach ist eine empirische Betrachtung dieser Transaktionen mangels einer aussagekräftigen Datenbasis sehr rechercheintensiv und ggfs. kaum umsetzbar.

Hinsichtlich der zunehmenden Geschäftstätigkeit von Private Equity Investoren<sup>25</sup> ist ihr Investitionsfokus insgesamt breiter geworden und bezieht sich nicht mehr nur auf den Kauf oder die Beteiligung an nicht-börsennotierten Unternehmen. In diesem Rahmen haben Private Equity Investoren börsennotierte Unternehmen in ihren Investmentradius einbezogen und Investitionen getätigt, zum Teil mit dem Vorhaben, eine Public-to-Private (PTP) Transaktion durchzuführen (Hecker und Kaserer (2003)).

Derartige kapitalmarktbasierete Investitionen bilden eine Datengrundlage, die auch hinsichtlich Investorenkommunikation eine geeignete Stichprobe darstellt. Da der Kapitalmarkt grundsätzlich eine öffentliche Plattform bildet und Investoren, die dort Investitionen tätigen, sich dieses Umstandes bewusst sind, wird im Folgenden eine Fokussierung auf kapitalmarktgelistete Targets bzw. Portfoliounternehmen vorgenommen.

Anhand der Erfahrung von Private Equity Investoren mit der langfristigen Entwicklung von Unternehmen, wird ihnen eine besondere Kompetenz im Bereich Investorenkommunikation unterstellt (Kaserer et al. (2007)). Daher konzentriert sich die im Rahmen dieser Arbeit vorgenommene Analyse auf klassische Private Equity Investoren. Kurzfristige Investoren,

<sup>25</sup> Hierzu eingehendere Informationen im folgenden Kapitel 2.1.2.

die zum Teil Engagements bei börsennotierten Unternehmen eingehen, um Arbitragemöglichkeiten oder kurzfristige Liquiditätsveränderungen beim Target zur Ausschüttung von Sonderdividenden nutzen möchten, weisen diese besonderen Kompetenzen der Investorenkommunikation nicht auf und sind daher nicht Bestandteil der Untersuchung. Wie oben durch Abgrenzung der Investorentypen dargestellt, trifft dies auf Hedge Fonds und Venture Capital Gesellschaften zu.

Grundsätzlich können auch bei den in dieser Stichprobe erfassten Investoren kurzfristige Haltedauern der Beteiligungen vorliegen. Die genauen Motive der Investoren lassen sich nicht eindeutig ermitteln. Doch kann auf Basis der Historie, der Festlegung einer Mindesthaltedauer und der Erfassung der Investoren beim „Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e.V.“ davon ausgegangen werden, dass die in der vorliegenden Arbeit zu untersuchenden inländischen und ausländischen Private Equity Investoren primär langfristige Engagements eingehen und versuchen, die ihnen zur Verfügung stehenden Wertsteigerungsmechanismen zu nutzen (Partnoy und Thomas (2006)). Da hierzu grundsätzlich bei klassischen Private Equity Investoren eine hinreichende Kompetenz vorliegt, erfolgt fortan eine Konzentration auf diesen Investorentypus.<sup>26</sup>

### 2.1.2 Historie und Marktstruktur

Die Historie von Private Equity reicht bis in das frühe 20. Jahrhundert zurück. Zu dieser Zeit beginnen große Finanzinstitute in den USA mit dem Kauf von Mehrheitsbeteiligungen an Unternehmen und führen diese Akquisitionen zunehmend unter dem Einsatz von Fremdkapital durch. Bestärkt wird dies im Jahr 1917 durch die entstehende Verbriefung von Verbindlichkeiten und damit die Schaffung von Bondmärkten. Aufgrund dieser vielfältigeren/zusätzlichen Finanzierungsmöglichkeit nehmen die fremdfinanzierten Unternehmenskäufe stark zu und finden mit der Weltwirtschaftskrise im Jahr 1929 vorerst ein Ende (Baker und Smith (1998)). Neben einzelnen Ausnahmen beginnen Finanzinvestoren und insbesondere Investmentbanken ab den 1950er Jahren wieder intensiv mit der Akquisition

---

<sup>26</sup> Ausnahmen bilden in diesem Rahmen Siemens Venture Capital und Bay Tech Venture Capital: Beide Finanzinvestoren sind mit einer Transaktion in dieser Arbeit erfasst, da sie hierbei keine typische Venture Capital Finanzierung geleistet haben, sondern sich an etablierten Unternehmen mit dem Ziel der Technologiesicherung und -erweiterung beteiligen. Die typischen Venture Capital Investitionsmerkmale einer geringen Erstbeteiligung und der überdurchschnittlichen Partizipation des Managements sind bei diesen beiden Deals nicht gegeben.

von Mehrheitsbeteiligungen an Unternehmen. Auch durch die Möglichkeit gesteigerter Fremdkapitalquoten (FKQ) bei Akquisitionsfinanzierungen sowie eine Lockerung der Investmentregulierung von Pensionsfonds steigt die Investitionstätigkeit von Private Equity Investoren kontinuierlich an. Als alternative Asset-Klasse erfahren Private Equity Gesellschaften einen deutlichen Zufluss an Kapital in die von ihnen verwalteten Fonds (Fenn et al. (1996)). Private Equity Investoren konzentrieren sich zu dieser Zeit darauf, Unternehmen mit hervorragender Marktstellung, prognostizierbaren Umsätzen und Cashflows unter möglichst hohem Fremdkapitaleinsatz und mit Eigenkapitalbeteiligung der Geschäftsführung aus Privatbesitz zu kaufen (KKR (1989)). In den 1970er und 1980er Jahren beginnen auch immer mehr Private Equity Investoren mit dem Kauf von börsennotierten Beteiligungen. Dies ist zum einen auf den hohen Mittelzufluss in die von den Gesellschaften verwalteten Fonds zurückzuführen und liegt zum anderen an weniger verfügbaren Unternehmen in Privatbesitz, die zum Verkauf stehen. Auf dieser Basis versuchen die Finanzinvestoren ihre Kompetenzen bei börsennotierten Unternehmen umzusetzen. Folglich steigt auch die Kreditvergabe der Banken für Leveraged Buyouts (LBOs)<sup>27</sup> in den 1980er Jahren stark an und es entsteht ein immer aktiverer Handel von Bonds mit schlechter Bonität, sogenannter Junk Bonds<sup>28</sup>. Die Mergers & Acquisitions (M&A)<sup>29</sup> Tätigkeit erreicht zu dieser Zeit ihren Höhepunkt. Veranschaulicht wird dies durch mehr als 2.000 registrierte LBO-Transaktionen zwischen 1979 und 1989 allein in den USA. Dies entspricht einem Volumen von über 250 Mrd. US-Dollar (Opler und Titman (1993)). Mit der Übernahme der Firma RJR Nabisco durch den Finanzinvestor Kohlberg, Kravis & Roberts (KKR) erfährt der Private Equity Markt 1989 einen deutlichen Rückgang (Jensen (1989a)). Dies ist zurückzuführen auf eine Vielzahl an Insolvenzen von Portfoliounternehmen und einen damit zusammenhängenden Ausfall von Bondinstrumenten. Eine daraus resultierende Diskussion über Risikoaspekte durch die Geschäftstätigkeit von Private Equity Investoren und volkswirtschaftliche Auswirkungen führen schließlich zur Implementierung des „Financial Institutions Reforms, Recovery and Enforcement Act“, durch den eine Begrenzung der risiko- und fremdkapitalintensiven finanziellen Akquisitionsstruktur der Private Equity Investoren umgesetzt wird (Fenn et al. (1996)).

---

<sup>27</sup> Als Leveraged Buyouts werden Unternehmenskäufe unter sehr hohem Fremdkapitaleinsatz bezeichnet.

<sup>28</sup> Als Junk Bond Markt wird der Markt für Hoch-Zins-Anleihen bezeichnet, die von Unternehmen mit fragwürdiger Bonität ausgegeben werden (Kaplan und Stein (1993)).

<sup>29</sup> Umfasst den allgemeinen Kauf und Verkauf von Unternehmen oder -teilen.

Neben einzelnen Ausnahmen gewinnt die Private Equity Tätigkeit in Deutschland erst in den 90er Jahren des vergangenen Jahrhunderts an Bedeutung. Angetrieben durch die Engagements großer US-Investoren und eine rechtliche Liberalisierung zahlreicher lokaler Märkte in der Europäischen Union steigt das verwaltete Kapital der Private Equity Investoren deutlich an (Wright und Robbie (1996)). Deutschland bietet mit seinen weltweit bekannten mittelständischen Familienunternehmen geeignete Targets.

Von den volatilen Entwicklungen im Venture Capital Bereich zwischen 1998 und 2003 wird auch das klassische Private Equity Geschäft tangiert, jedoch in deutlich geringerem Ausmaß. Durch die intensivere Investitionstätigkeit in Deutschland ab den 1990er Jahren gewinnen auch börsennotierte Beteiligungen durch Private Equity Gesellschaften an Bedeutung. Aufgrund dieser Entwicklung wird ein sehr verschwiegener und intransparenter Markt offener. Ab dem Jahr 2003 nimmt auch der Anteil stark fremdfinanzierter Unternehmensübernahmen wieder zu (Gompers und Lerner (2004)). Die M&A Tätigkeit findet 2008 mit dem Zusammenbruch der Investmentbank „Lehman Brothers“ ihren Höhepunkt. In der Folge hat die Regulierung von Finanzinstituten stark zugenommen, damit einhergehend wird die Fremdkapitalvergabe für Private Equity Engagements restriktiver gehandhabt. Diese Entwicklung führt dazu, dass finanzielle Werttreiber bei Private Equity Investitionen weiter an Bedeutung verlieren und alternative Wertsteigerungsmechanismen, unter anderem auch Corporate Governance Aspekte, an Bedeutung gewinnen.<sup>30</sup>

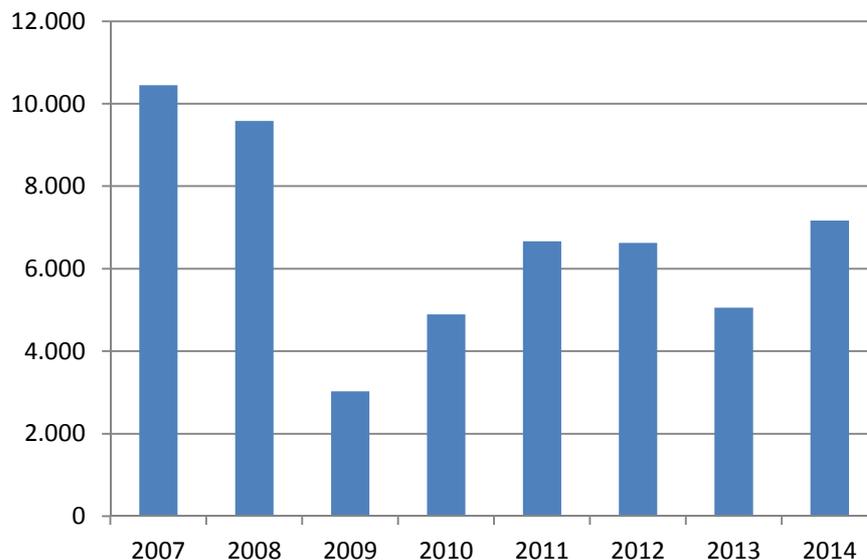
Der Private Equity Markt in Deutschland hat in den vergangenen zehn Jahren nicht zuletzt durch die seitens der Politik geführte „Heuschreckendebatte“ in der breiten Öffentlichkeit an Bekanntheit gewonnen. Durch Akquisitionen auch größerer ausländischer Investoren gewinnt dieser Markt in Deutschland zunehmend an Bedeutung. Abbildung 2 zeigt das Investitionsvolumen (in Mio. EUR) von Private Equity Investmentstrategien<sup>31</sup> in Deutschland von 2007 bis zum Jahr 2014.

---

<sup>30</sup> Grundsätzlich werden im Bereich Private Equity neben finanziellen, auch strategische und operative Werttreiber unterschieden. Der Bereich Corporate Governance beginnt insbesondere erst in den letzten ca. 15 Jahren zunehmen an Bedeutung (Kaserer et al. (2007)).

<sup>31</sup> Hierzu zählen neben Buyout auch Replacement, Turnaround und Growth (Hertz-Eichenrode et al. (2011)).

Abbildung 2: Private Equity Investitionsvolumen in Deutschland 2007 bis 2014

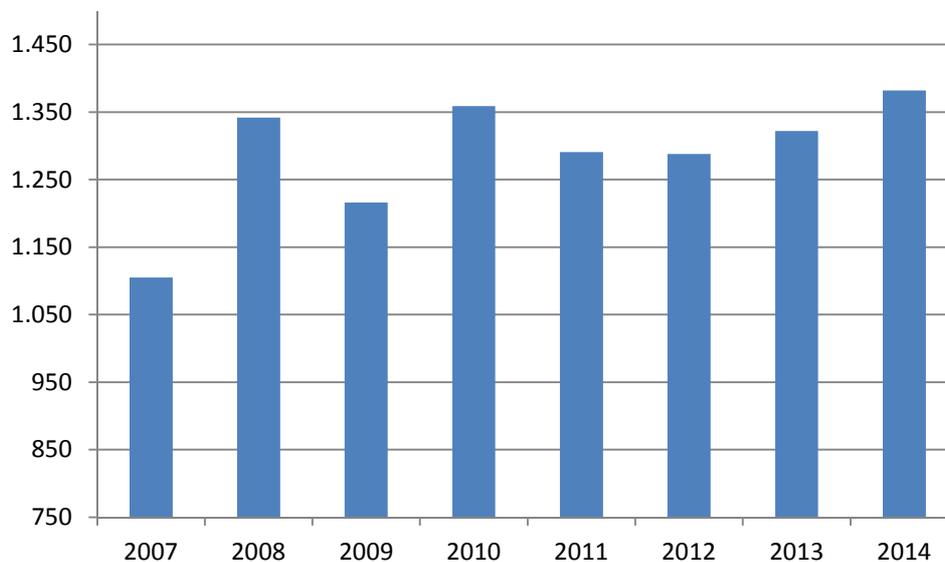


Quelle: EVCA (2015).

Es wird deutlich, dass das Investitionsvolumen in Deutschland im Zuge der weltweiten Finanzkrise auf einen Tiefstand von ca. drei Milliarden Euro im Jahr 2009 gefallen ist. Bis zum Jahr 2014 hat es eine deutliche Erholung gegeben, wobei das Vorkrisen-Niveau von 2007 bis zum Jahr 2014 nicht erreicht wird.

Die nachfolgende Abbildung 3 zeigt die Entwicklung der Firmenanzahl, von durch Private Equity Investoren akquirierten Firmen in Deutschland. Diese Darstellung veranschaulicht, dass im Jahr 2014 mit 1.385 Firmen mehr Unternehmen durch Finanzinvestoren akquiriert werden als im Jahr 2007 und damit die zuvor erläuterten Finanzierungsschwierigkeiten zu einem schwachen Geschäft für große Firmenübernahmen führen. Es werden demnach mehr Akquisitionen mit geringerem Volumen pro Transaktion, aber auch insgesamt getätigt. Dies resultiert im Wesentlichen daraus, dass ein geringerer Leverage für die Transaktionen verwendet werden kann, was wiederum die Notwendigkeit und Intensität von Werttreibern aus dem Bereich Corporate Governance verdeutlicht (EVCA (2011)).

Abbildung 3: Anzahl Private Equity Investitionen in Deutschland 2007 bis 2014



Quelle: EVCA (2015).

Für die in dieser Arbeit durchgeführte Untersuchung von Transparenzaspekten bei den Portfoliounternehmen von Private Equity Investoren ist es wichtig, die Beteiligungsdauer dieser Investoren zu kennen. Zentraler Aspekt dieser Betrachtung ist es, festzustellen, ob und ab welcher Beteiligungsdauer ein in Transparenzaspekten versierter Investor derartige Wertsteigerungsmaßnahmen in einem Portfoliounternehmen umsetzen kann. Hiermit verbundene Wertsteigerungsmaßnahmen benötigen immer eine gewisse Zeit, gerade, wenn davon ausgegangen werden muss, dass ein Finanzinvestor ein textliches Medium zu diesem Zweck verwendet. Tabelle 2 stellt die durchschnittliche Beteiligungsdauer von Private Equity Investments in Deutschland bis zum Jahr 2012 dar.<sup>32</sup> Diese Erhebung wird vom Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e.V. (BVK) durchgeführt, der 614 Transaktionen betrachtet und die durchschnittliche Beteiligungsdauer dokumentiert.

<sup>32</sup> Daten für die Folgejahre waren beim BVK nicht verfügbar bzw. sind von diesem nicht erhoben worden.

Tabelle 2: Durchschnittliche Beteiligungsdauer von Private Equity Investments in Deutschland

Exitjahr	Anzahl der Exits	Beteiligungsdauer in Monaten			
		arithm. Mittel	Median	Minimum	Maximum
bis 2001	21	57	43	16	204
2002	18	55	45	11	264
2003	24	54	48	11	136
2004	39	48	49	11	104
2005	60	63	57	11	204
2006	84	55	54	14	184
2007	90	52	42	5	147
2008	74	50	41	11	215
2009	41	61	51	10	216
2010	66	59	51	8	146
2011	97	66	59	7	169
<b>Gesamt</b>	<b>614</b>	<b>57</b>	<b>50</b>	<b>5</b>	<b>264</b>

Quelle: BVK (2012).

Wie in der Auswertung des BVK in Tabelle 2 ersichtlich, nehmen die Aktivität und damit auch die Exits von Private Equity Investoren zu. Im Jahr 2011 sind 97 Exits erfasst, das Jahr 2009 bildet krisenbedingt mit 41 Exits einen deutlichen Rückgang und Tiefstand in der jüngeren Vergangenheit.

Die Beteiligungsdauer der Private Equity Investments fällt mit durchschnittlich 66 Monaten im Jahr 2011 relativ lang aus, wobei der Durchschnitt über alle betrachteten Investments bei 57 Monaten liegt. Das arithmetische Mittel zeigt hierbei über den gesamten Betrachtungszeitraum eine relative Konstanz. Der Median hingegen ist im Laufe der Jahre gestiegen: Liegt dieser bis 2001 noch bei 43 Monaten, so sind es 2011 59 Monate. Das Minimum der Beteiligungsdauer-Betrachtung in dieser Stichprobe liegt bei 5 Monaten und das Maximum bei 264 Monaten (BVK (2012)).<sup>33</sup>

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass eine durchschnittliche Beteiligungsdauer über 614 analysierte Exits von 57 Monaten (4,75 Jahre) und ein Median von 50 Monaten (4,17 Jahre) einen hinreichenden Zeitraum darstellt, um auch Wertsteigerungsmechanismen im Bereich Transparenz und Investorenkommunikation umzusetzen.

<sup>33</sup> Hierbei ist zu berücksichtigen, dass das Engagement über 264 Monate von einem sehr langfristig orientierten Private Equity Investor durchgeführt wird und jenes über 5 Monate von einem Private Equity Investor, der aufgrund einer kurzfristigen Wertsteigerung einen Verkaufsentschluss umsetzt.

### 2.1.3 Aktuelle Entwicklungen – Regulierung

Mit der steigenden Aktivität von Finanzinvestoren hat auch die Aufmerksamkeit in der Öffentlichkeit sowie politischer und regulatorischer Instanzen zugenommen. Für den Bereich Private Equity bedeutet dies, dass zahlreiche gesetzliche Corporate Governance Vorgaben in den letzten Jahren eingeführt worden sind, die Finanzinvestoren zu mehr Transparenz zwingen bzw. diesen Investoren zu kommunizierende Pflichtinhalte auferlegen.

Seit 2013 muss die Alternative-Investment-Fund-Managers- (AIFM-) Richtlinie von Private Equity Investoren umgesetzt werden. Diese Vorgaben haben keinen direkten Einfluss auf die Portfoliounternehmen der Finanzinvestoren, tragen aber zu einer Professionalisierung sowie einer erhöhten Transparenz in der gesamten Branche bei. Durch Einführung dieser Richtlinie ist allerdings der gesamte und zuvor so verschwiegene Bereich Private Equity mehr in das öffentliche Interesse gerückt und durch die gesetzlichen Vorgaben müssen alle Marktteilnehmer Transparenzvorschriften erfüllen.

Dies führt nicht nur auf Fondsebenen sowie bei den Private Equity Investoren selbst zu einer erhöhten Transparenz sondern zumindest auch indirekt zu einer Transparenzerfordernis bei den Portfoliounternehmen: Über die Portfoliounternehmen wird tendenziell offener und transparenter berichtet. Dies wurde noch vor zehn Jahren in deutlich geringerer Weise praktiziert und hat damit auch indirekte Auswirkungen auf die Investorenkommunikation der Portfoliounternehmen (EVCA (2014)).

Dies lässt die adressierte Problemstellung aufkommen, dass nach der Einführung der AIFM-Richtlinie eine erhöhte Kommunikation von Informationen und damit Transparenz durchgeführt wird. Hierdurch wird eine Betrachtung der Transparenzschaffung durch Private Equity Investoren erschwert, da diese nachweislich nicht durch das Engagement und die Kompetenz des Finanzinvestors rühren, sondern aufgrund gesetzlicher Vorgaben allgemeine Umsetzung finden.

Auch aus diesem Grund und zeitlichen Verschiebungen in der Publikationspflicht<sup>34</sup> konzentriert sich die vorliegende Arbeit auf Transaktionen in dem Zeitraum vom Jahr 2000 bis

---

<sup>34</sup> Die im weiteren Verlauf dieser Arbeit durchgeführte wissenschaftliche Analyse von Private Equity Transaktionen bezieht sich auf das Medium Geschäftsbericht. Geschäftsberichte von börsennotierten Unternehmen müssen in Deutschland auch für die am wenigsten regulierten Marktsegmente bis zum 30.06. des Folgejahres aufgestellt und veröffentlicht werden. Unter Berücksichtigung einer Halteperiode, ab der ein Finanzinvestor

zum Jahr 2013. Der Gesetzgeber führt zwar auch in dieser Zeitspanne für Private Equity Investoren und deren Fonds zusätzliche Vorschriften ein<sup>35</sup>, diese betreffen jedoch nicht die Kommunikation von Informationen der Portfoliounternehmen, sondern vielmehr den Private Equity Investor zum Zeitpunkt des Fundraisings. Diese Vorschriften können demnach mehr als Anlegerschutzmaßnahmen, denn als Maßnahmen zur Investorenkommunikation auf Portfoliounternehmensebene bezeichnet werden (BVK (2015)).

## **2.2 Corporate Governance Mechanismen**

### **2.2.1 Definition und Begriffsabgrenzung**

Dem Begriff Corporate Governance kommt im Bereich Private Equity eine zunehmende Bedeutung zu. Eine einheitliche Definition bzw. Beschreibung für Corporate Governance existiert nicht. Die Komplexität und Vielseitigkeit dieser Thematik ist zu hoch, um sie in wenigen Sätzen eindeutig beschreiben zu können. Zur Veranschaulichung und einer eingehenderen Analyse des Themas ist eine dezidierte Betrachtung der theoretischen Grundlagen notwendig.

Die Anfänge der Corporate Governance liegen im Ursprung der Unternehmungen begründet und im Grundsatz bereits in jeglicher Trennung von Eigentum und Verfügungsmacht. Da erst in der jüngeren Historie des Unternehmertums eine vollständige Trennung von Eigentum und Verfügungsmacht regelmäßig auftritt, wird Corporate Governance auch erst zu dieser Zeit als solches thematisiert und analysiert (Shleifer und Vishny (1997)). Durch ein zunehmendes Unternehmenswachstum im neunzehnten und zwanzigsten Jahrhundert suchen Unternehmer nach Investoren, die ein weiteres Wachstum finanzieren sollen. Über den Einstieg von einzelnen Großinvestoren oder die Ausgabe von Aktien soll dieses weitere Wachstum gewährleistet werden. Hinzu kommen die Möglichkeiten einer Ausweitung der Fremdkapitalseite über weitere Finanzierungsinstrumente. In diesem Rahmen entsteht der zentrale Aspekt der Corporate Governance: Die Investoren/Kapitalgeber möchten eine möglichst hohe Rendite auf ihr eingesetztes Kapital erzielen und die im Unternehmen tätigen Manager, die als Spezialisten der Unternehmensführung gelten, sollen im Sinne der

---

Einfluss auf den Geschäftsbericht nehmen kann, können bis zu zwei Jahre vergehen (siehe hierzu auch Kapitel 4.2).

<sup>35</sup> Zu diesen Vorschriften gehört das Kapitalanlagegesetzbuch.

Investoren handeln und einen Kapitalzuwachs realisieren. Durch diese Konstellation entsteht ein potenzieller Konflikt, denn dieser Ansatz führt nur zum Erfolg, wenn die Manager tatsächlich die Interessen der Investoren verfolgen und nicht ausschließlich ihre eigenen, die denen der Investoren konträr gegenüberstehen können. Um dies zu realisieren, müssen Investoren die Manager überwachen, beobachten und entsprechende Anreize setzen (Müller-Stewens und Lechner (2002)).

Bereits in den 1930er Jahren erläutern Autoren den potenziellen Interessenskonflikt zwischen Investoren (Prinzipal) und Managern (Agenten). Hieraus entsteht die Prinzipal-Agenten-Theorie, die aber erst in den 70er Jahren des vergangenen Jahrhunderts von Jensen und Meckling erstmals wissenschaftlich erwähnt wird. Als Folge werden Mechanismen der Unternehmensüberwachung intensiver betrachtet und schließlich in den 1990er Jahren als Corporate Governance bezeichnet und beschrieben (Jensen und Meckling (1976)), (Shleifer und Vishny (1997)).

Es liegen keine einheitlichen Grundsätze vor, wie die Corporate Governance Strukturen in einem Unternehmen zu gestalten sind. In der Literatur existieren zahlreiche Analysen zum Zusammenhang zwischen Corporate Governance und dem Erfolg eines Unternehmens.<sup>36</sup> Zusammenfassend belegen diese Untersuchungen, dass Corporate Governance Mechanismen einen positiven Einfluss auf den Erfolg eines Unternehmens haben können (Acharya et al. (2012)). Aus diesem Grund beschäftigt sich eine zunehmende Anzahl an Investoren mit dieser Thematik und diverse internationale wie auch nationale Organisationen publizieren Empfehlungen, wie eine gute Corporate Governance praktiziert werden kann.<sup>37</sup>

### 2.2.2 Prinzipal-Agenten-Theorie

Die Prinzipal-Agenten-Theorie nach der neuen Institutionenökonomik beschreibt die aus der Trennung von Eigentum und Verfügungsmacht resultierende Problematik einer Übertragung von Geschäftsführungsbefugnissen und eine damit zusammenhängende asymmetrische Informationsverteilung von Eigentümern und Managern eines Unternehmens. Sowohl

---

<sup>36</sup> Beispielsweise anhand der Entwicklung der Aktienkurses, der Unternehmensgewinne oder anderer, meist finanzieller Kennzahlen (Morck et al. (1988), Lichtenberg und Siegel (1990), Aboody und Lev (2000), Loderer und Peyer (2002), Beiner et al. (2004), Brav et al. (2008), Achleitner et al. (2008), Schmidt und Fahlenbrach (2016)).

<sup>37</sup> In Kapitel 2.3 werden hierzu ausgewählte Corporate Governance Ansätze eingehender betrachtet.

Prinzipal als auch Agent versuchen durch vorteilhafte Ausgestaltung von Vereinbarungen in diesem Umfeld eine Nutzenmaximierung zu erreichen. Die Manager bzw. Agenten verfügen hier über einen Informationsvorsprung, der zu einem großen Teil aus ihren Erfahrungen und Fähigkeiten resultiert. Demgegenüber weist der Investor bzw. Prinzipal ein Informationsdefizit auf, weil dieser die Absichten und Handlungen des Agenten nicht vollständig beobachten und kontrollieren kann. Der Agent wird demnach nur dann im Interesse des Prinzipals handeln, sofern seine Interessen mit denen des Prinzipals vereinbar sind. Da dies nicht immer gegeben ist, birgt diese Konstellation eine Vielzahl an Konfliktpotenzialen (Fama (1980)). Der Prinzipal kann dem nur mit geeigneten Kontroll- und Steuerungsmechanismen entgegentreten, um eine möglichst umfangreiche Interessengleichheit zu erwirken (Shleifer und Vishny (1997)).

Corporate Governance Mechanismen können in impliziten und expliziten Verträgen geregelt werden. Die Ausgestaltung dieser Verträge wird unter Berücksichtigung von Agency-Kosten bewertet. Diese Kosten beschreiben die Differenz zwischen einer vollkommenen und unvollkommenen Informationsverteilung zwischen Prinzipal und Agent bzw. Investoren und Managern. Vordergründiges Ziel der Verhandlungen ist eine Minimierung der Agency-Kosten und damit einhergehend eine Verringerung der Unsicherheit in Bezug auf die Handlungen des Managements einer Unternehmung (Jensen und Meckling (1976)). Eine Reduktion der Agency-Kosten auf null wird auch aufgrund immer bestehender Vertragslücken nicht möglich sein, denn in expliziten Verträgen fehlen Regelungen und Quantifizierungen von unvorhersehbaren Ereignissen. Aus diesen Gründen gibt es neben den expliziten implizite Ansätze, die vom Markt kontrolliert und festgesetzt werden. Hierbei liegt der Fokus auf qualitativen Faktoren wie Verantwortungsbewusstsein und Reputation, die durch die Medien teilweise beobachtet und damit auch kontrolliert werden können. Trotz dieser zusätzlichen Faktoren ist es nicht möglich, nahezu vollständige Verträge zu ersetzen, in denen auch unvorhersehbare Situationen nicht geregelt sind, die das Management dazu veranlassen könnten, Entscheidungen gegen die Interessen der Eigentümer des Unternehmens zu treffen. Wenn eine solche Situation auftritt, hat der Investor hiervon in der Regel keine Kenntnis und kann demzufolge auch nicht aktiv tätig werden (Shleifer und Vishny (1997)).

Als Folge und Erkenntnis bedarf es in diesem Rahmen besondere Regelungen und Vereinbarungen, die eine Steuerung und Kontrolle des Managements weitestgehend ermöglichen und in diesem Zusammenhang die Agency-Kosten minimieren.

Um dieses Ziel zu erreichen gibt es verschiedene Klassifizierungen von Lösungsansätzen, mit denen eine Disziplinierung des Managements in Unternehmen erreicht werden kann. Um eine Beobachtung und Kontrolle des Managements durchführen zu können, werden Informationen benötigt, deren Beschaffung zeit- und kostenintensiv ist. Jensen (1993) teilt diese Mechanismen in regulatorische, kontroll- und wettbewerbsspezifische Mechanismen ein.<sup>38</sup> Die regulatorischen Mechanismen umfassen interne Regelungen, die das Management disziplinieren sollen. Hierunter fallen insbesondere die Entlohnungssysteme, wie diese ausgestaltet sind und in welcher Höhe Entgelte gewährt werden. Im Zuge der Finanzkrise ab dem Jahr 2008 hat die Ausgestaltung von Löhnen in fixe und variable Gehaltsbestandteile eine neue Bedeutung erfahren. Vor der Finanzkrise sollten die variabel gestalteten Gehaltskomponenten einen möglichst großen Teil am Gesamtsalär ausmachen, da diese Komponenten bei Geschäftsführern und Vorständen meist aus Aktien und Aktienoptionen bestehen. Durch diese Konstellation und die Maßgabe einer definierten Halte-Periode, wird das Management zum Miteigentümer der Firma und sollte auf diese Weise im Interesse der Investoren handeln (Kaserer et al. (2007)). Dies hat sich nach der Finanzkrise allerdings geändert, da viele Manager in der Finanzbranche, insbesondere in der zweiten und dritten Führungsebene, die großen variablen Gehaltsbestandteile als Motiv für das Eingehen hoher Risiken genutzt haben, in der Hoffnung, eine möglichst hohe variable Vergütung zu erhalten. Für Branchen außerhalb des Finanzsektors gilt dies nicht in diesem Maße, dennoch ist nach der Finanzkrise eine grundsätzliche Tendenz zu einer relativen Steigerung der fixen Gehaltsbestandteile zu erkennen (Acharya et al. (2012)).

Aufgrund der zeit- und kostenintensiven Kontrolle des Managements ist ein Investor mit größerem finanziellen Engagement bzw. Anteilsbesitz an einem Unternehmen eher bereit in die Kontrolle und Steuerung des Managements zu investieren, als ein Investor mit geringerem finanziellem Engagement, für den die potenziellen Kontrollkosten womöglich seine Gewinne aufzehren könnten bis hin zum in das Unternehmen investierten Betrag. Gerade in großen Publikumsgesellschaften besteht ein Potenzial, eine Kontrolle und Steuerung des

---

<sup>38</sup> Je nach Quelle finden sich unterschiedliche Differenzierungsansätze, wobei die inhaltlichen Mechanismen weitgehend identisch sind (Denis (2001)).

Managements vorzunehmen, da viele Kleinaktionäre aus Kosten- und Diversifikationsgründen nicht die Intention haben, eine dezidierte Überwachung und Kontrolle durchzuführen. Große Investoren wie Private Equity Investoren und andere aktivistische Investoren können hierbei eine wichtige Funktion übernehmen (Bassen (2002), Partnoy und Thomas (2006)). Durch die Suche nach Investments in defizitäre Unternehmen, um bisher nicht gehobene Potenziale zu identifizieren, wird eine Kontroll- und Überwachungsfunktion übernommen. Hier ist es insbesondere unabhängigen Private Equity Investoren aufgrund ihrer Expertise und Flexibilität möglich, Ineffizienzen zu verringern und Werte zu realisieren (Arnold (2007)). Diese aktive Positionierung ist anderen institutionellen Investoren wie Pensionseinrichtungen und Versicherungen aus Image- oder Kostengründen oder möglichen Interessenkonflikten in der Regel nicht möglich (Prokop (2008)).

Der Aufsichtsrat<sup>39</sup> ist ein wichtiges Element im Bereich Corporate Governance. Dies ist auch auf eine einheitliche gesetzliche Regelung dieser Instanz zurückzuführen. Große Investoren in börsennotierten Gesellschaften übernehmen selbst Aufsichtsratsmandate, um eine Überwachung und Steuerung des Managements, aber auch des Aufsichtsrats selbst vornehmen zu können. In nicht-börsennotierten Unternehmen implementieren Finanzinvestoren in der Regel vergleichbare Gremien, durch die Schaffung von Beiräten oder Präsenz in Gesellschafterversammlungen. Vordergründige Aufgabe dieser Gremien ist die Interessenvertretung der Unternehmenseigentümer. In Aktiengesellschaften existiert demnach per Rechtsform eine mögliche organisierte Trennung zwischen Eigentümern und dem Management der Unternehmung. Bei großen börsennotierten Aktiengesellschaften hat sich allerdings auch im Zuge der „Deutschland AG“ gezeigt, dass Manager aufgrund ihrer Kompetenzen und ihres Netzwerks in Aufsichtsräten anderer großer börsennotierter Gesellschaften vertreten sind. Als Folge kontrolliert ein übersichtlicher Kreis an Personen sich gegenseitig. Dies erfüllt den Anspruch einer unabhängigen Kontrolle nicht und wird im Bereich Corporate Governance aufgegriffen und thematisiert. Dieses Hintergrundwissen ist für die vorliegende Untersuchung von Bedeutung, da Finanzinvestoren insbesondere über den Aufsichtsrat versuchen Entscheidungen im Unternehmen aktiv zu beeinflussen und diese im Sinne der Eigentümer zu treffen (Smith (1990), Van den Berghe und Levrau (2002)).

---

<sup>39</sup> Bei Aktiengesellschaften, sonst meist der Beirat oder Gesellschafterausschuss bei anderen Gesellschafts-/Rechtsformen.

Inwiefern diese Informationen an andere Share- und Stakeholder kommuniziert werden, gilt ebenfalls als wichtiger Faktor und Mechanismus im Bereich Corporate Governance. Hierauf wird im weiteren Verlauf dieser Arbeit dezidiert eingegangen.

Neben internen Mechanismen werden in der Literatur wettbewerbsspezifische Aspekte angeführt, die einen großen Einfluss auf die Corporate Governance Struktur eines Unternehmens haben. So kann eine Kontrolle durch den Markt stattfinden, beispielsweise durch den Produkt-, Arbeits- und Kapitalmarkt. Produktmärkte und daraus resultierende Wettbewerbssituationen führen nach Ansicht von Jensen (1993) dazu, dass Manager dazu gezwungen werden, Kosten im Unternehmen zu minimieren und damit effizientere Strukturen zu schaffen, um als Unternehmen am Markt bestehen zu können. Durch ein schlechtes Management würden Unternehmen vom Markt verschwinden, da sie nicht die Fähigkeit besitzen im Wettbewerb mit den angebotenen Produkten oder Dienstleistungen zu bestehen. Hinzu kommt, dass die Kapitalkosten eines Unternehmens einen Einfluss auf die Produktkosten haben können. Gute Corporate Governance Strukturen sollten demnach einen positiven Effekt auf die Beschaffung von Eigen- und Fremdkapital haben (Shleifer und Vishny (1997)). Um Produkte zu möglichst geringen Kosten herstellen zu können und das hierfür benötigte Kapital zu möglichst niedrigen Kosten beschaffen zu können, sollten Manager auch vom Kapitalmarkt diszipliniert werden und im Sinne der Eigentümer handeln (Jensen (1993), Opler und Titman (1993)). Außerdem wird eine Verschlechterung der Ertragslage eines Unternehmens auf Managementfehler zurückgeführt. Hierdurch steigen ebenfalls die Kapitalkosten des Unternehmens und damit einher geht ein Rückgang im Unternehmenswert, der sich bei börsennotierten Unternehmen in einem niedrigeren Aktienkurs ausdrücken wird (Fama und Jensen (1983)). Bei einem geringeren Unternehmenswert steigt die Wahrscheinlichkeit einer Unternehmensübernahme durch strategische Investoren oder Finanzinvestoren. Dies geht in der Regel mit Nachteilen für das Management einher, da die Manager möglicherweise ihre Position im Unternehmen verlieren könnten oder ihr Einfluss im Unternehmen begrenzt wird.<sup>40</sup> Vor diesem Hintergrund sollte bereits die Gefahr einer Übernahme disziplinierend auf das Management wirken und es sollte versuchen, diese zu verhindern. Dennoch können Manager Einfluss auf die Konditionen und das Resultat einer Unternehmensübernahme haben. Ihnen stehen hierfür beispielsweise diverse Abwehrmaß-

---

<sup>40</sup> Spezifische Change-of-Control Regelungen bilden hierbei eine Ausnahme, von der in diesem Kontext abstrahiert wird.

nahmen zur Verfügung.<sup>41</sup> Insofern können mit Unternehmensübernahmen auch neue Interessenskonflikte zwischen Eigentümern und Managern verbunden sein (Denis (2001)).

Neben dem Produkt- und Kapitalmarkt sollte im Rahmen der Prinzipal-Agenten-Theorie auch der Arbeitsmarkt als System disziplinierend auf Manager einwirken und dafür sorgen, dass diese möglichst effizient im eigenen Sinne handeln. Hintergrund ist die Tatsache, dass Manager auf dem Arbeitsmarkt in einer Konkurrenz untereinander stehen. Nur gute Manager mit Reputation bekommen langfristig die attraktivsten Positionen. Diese Systematik des Arbeitsmarktes hat laut dieser Theorie eine Wirkung auf das Handeln der Manager (Jensen und Meckling (1967)).

In einer Zusammenschau stehen diese Corporate Governance Mechanismen in einem direkten Zusammenhang mit einem funktionierenden Rechtssystem, das gewährleisten kann, dass gegen Fehler und Rechtslücken wirkungsvoll vorgegangen werden kann (La Porta et al. (2002)). Dies hat interdependent auch wieder Auswirkungen auf den Kapitalmarkt und die Kapitalbeschaffungskosten für Unternehmen (Aggarwal und Samwick (2006)). Deutschland gilt im Bereich Corporate Governance im Vergleich zu anderen Industrienationen weit entwickelt und bietet mit einem stabilen Rechtssystem gute Voraussetzungen für wissenschaftliche Analysen in diesem Bereich.

### 2.2.3 Weitere Corporate Governance Theorien

Die anfängliche internationale Literatur zum Thema Corporate Governance konzentriert sich auf die Prinzipal-Agenten-Theorie. Diese Theorie ist jedoch sehr stark mit anglo-amerikanischen Corporate Governance Ansätzen verbunden, denen seit jeher eine sehr starke Kapitalmarktorientierung zugrunde liegt. Diese Ansätze können nicht ohne eine differenziertere Betrachtung auf europäische Märkte und insbesondere auch auf den deutschen Markt übertragen werden. Die Grundsätze der Prinzipal-Agenten-Theorie umfassen in ihrer Betrachtung nicht alle ein Unternehmen beeinflussende Faktoren und reichen daher als ausschließlicher Betrachtungsansatz nicht aus. Im Folgenden werden daher weitere wesentliche Theorien der Corporate Governance vorgestellt. Diese werden nach institutionstheoretischen Ansätzen, strategischen Ansätzen, ressourcenbasierten Aspekten sowie der Stakehol-

---

<sup>41</sup> Zu nennen sind hier Abfindungszahlungen oder andere Absicherungen, die dafür sorgen können, dass Manager zu sehr attraktiven finanziellen Konditionen aus einem Unternehmen austreten können.

der Theorie, die in direktem Zusammenhang zur Prinzipal-Agenten-Theorie steht, differenziert (Hilb (2005)).

Die Institutionstheorie betrachtet ein Unternehmen als Akteur in einem kulturellen, sozialen und politischen Umfeld. Durch diese Systeme wird ein Unternehmen maßgeblich beeinflusst und ein diesen Systemen entsprechendes und von diesen legitimes Vorgehen implementiert. Dies umfasst sowohl das operative Alltagsgeschäft, als auch strategische Entscheidungen und Aktivitäten des Managements. Ohne dieses diplomatische Verhalten wird ein Unternehmen nicht langfristig bestehen können. Hinsichtlich ihrer Anpassungsfähigkeit unterscheiden sich Unternehmen teilweise gravierend. Dies ist im Wesentlichen auf ihre historische Entwicklung zurückzuführen (Ingram und Simons (1995)).

Die sogenannte strategische Stewardship-Theorie basiert auf psychologischen und soziologischen Ansätzen und beschreibt, dass ein Denken und Handeln im Sinne des ganzen Unternehmens einen höheren Nutzen generiert, als ein egoistisches Vorgehen einzelner. Insbesondere hinsichtlich der Managementaktivitäten steht diese Theorie konträr zur Prinzipal-Agenten-Theorie. Die Stewardship-Theorie geht von einer Interessenkonformität von Eigentümern und Management aus. Es wird angenommen, dass ein Management durch ein Handeln im Sinne des Unternehmens eine Befriedigung der eigenen Bedürfnisse erreicht und nicht durch kurzfristige persönliche Interessen wie Macht oder finanzielle Motive getrieben wird. Der Aufsichtsrat dient hier primär nicht als Kontrollinstanz, sondern als Unterstützungsinstanz, insbesondere im Hinblick auf strategische Unternehmensentscheidungen. Im Gegensatz zur Prinzipal-Agenten-Theorie gilt nicht eine vielfältig differenzierte Zusammensetzung des Aufsichtsrats am geeignetsten, sondern eine die sich aus Unternehmensinternen mit Unternehmenserfahrung zusammensetzt (Davis et al. (1997)).

Die Resource-Dependency-Theorie geht auf Interdependenzen zwischen Unternehmen und diese potenziell beeinflussende externe Faktoren<sup>42</sup> ein. Externe Faktoren können Abhängigkeiten verursachen und die Strategie und Ressourcen eines Unternehmens maßgeblich beeinflussen. Eine frühzeitige und möglichst umfassende Berücksichtigung dieser Faktoren und eine Antizipation externer Risiken erhöhen gemäß dieser Theorie den Erfolg eines Unternehmens. Sowohl die Tätigkeiten des Managements als auch der Aufsichtsratsmitglieder soll dazu genutzt werden, den Umgang mit Externen Personen zu pflegen, um Risiken

---

<sup>42</sup> Externe Faktoren können hierbei jegliche externe Subjekte und Objekte sein, die einen Einfluss auf das Unternehmen haben können, bis hin zur Existenzbedrohung.

frühzeitig zu erkennen. Durch dieses Vorgehen können Transaktionskosten reduziert und die Reputation eines Unternehmens erhöht werden. Der Aufsichtsrat sollte aus möglichst vielen Unternehmensexternen bestehen, um neue Kontakte für das Unternehmen zu ermöglichen und auf diese Weise neues Wissen in das Unternehmen einzubringen (Hillman et al. (2000)).

Die Stakeholder-Theorie konzentriert sich nicht nur auf eine Unternehmenswertmaximierung im Sinne der Eigentümer (Shareholder Value), sondern berücksichtigt außerdem die Interessen anderer mit dem Unternehmen interagierender Parteien und inkludiert diese in den Verantwortungsbereich des Managements. Unternehmen werden als volkswirtschaftlich bedeutende Institutionen mit Verantwortung gegenüber der Gesellschaft und ihrem Umfeld verstanden. Der Erfolg eines Unternehmens wird nicht nur an finanziellen Kennzahlen gemessen, sondern auch an Faktoren wie der Mitarbeiterzufriedenheit und der Qualität der Lieferantenkontakte. Grundsätzlich besteht eine Schwierigkeit, diese mehr qualitativen Faktoren zu quantifizieren. Laut Freeman (1984) haben Stakeholder, die mit dem Agieren eines Unternehmens nicht zufrieden sind, verschiedene Möglichkeiten, sich zu verhalten. Durch dieses Verhalten besteht für Unternehmen die Gefahr, geschädigt zu werden. Daher ist es für Unternehmen von Bedeutung, die Machtkompetenz der Stakeholder einzuschränken und zu beobachten. Diese Gefahr besteht gegenüber den Shareholdern nicht, deren Interessen daher auch grundsätzlich mehr Berücksichtigung geschenkt werden sollte (Freeman (1984)). Einige Wissenschaftler sind der Ansicht, dass eine Maximierung des Shareholder Value auch zu einer Erhöhung des Stakeholder Value beiträgt. Dieser Ansatz wird jedoch auch im Rahmen der letzten Finanz- und Wirtschaftskrise kontrovers diskutiert (Tschöke und Klemen (2011)).

Aufgrund ihrer spezialisierten Geschäftstätigkeit und langjährigen Expertise ist auch vor dem Hintergrund verschiedener Corporate Governance Theorien zusammenfassend davon auszugehen, dass Finanzinvestoren eine besondere Expertise im Bereich Corporate Governance und damit insbesondere bei der Überwachung und Kontrolle von Geschäftsführungsorganen haben. Ferner wird deutlich, dass der Investorenkommunikation vor dem Hintergrund diverser Corporate Governance Theorien eine hohe Relevanz zukommt. Die Prinzipal-Agenten-Theorie und die Stakeholder-Theorie bestätigen, dass sich gute Beziehungen zu (potenziellen) Investoren und Stakeholdern auf den Erfolg eines Unternehmens auswirken können. Hierzu kann die Kommunikation eines Unternehmens mit seinem Umfeld ei-

nen positiven Beitrag leisten. Insbesondere lässt sich durch eine offene und zielgerichtete Investorenkommunikation zwischen den im Unternehmen handelnden Personen und den Eigentümern und einen damit verbundenen Rückgang an Informationsasymmetrien die Corporate Governance eines Unternehmens verbessern. Dies bildet die Grundlage für die weiteren Betrachtungen und Analysen.

Das folgende Kapitel betrachtet den gesetzlichen Rahmen an Corporate Governance Vorschriften für Unternehmen. Dies betrifft insbesondere die Portfoliounternehmen im Bereich Private Equity und ist für ein Verständnis der Investorenkommunikation essentiell.

## **2.3 Gesetzliches Regelwerk**

### **2.3.1 OECD Grundsätze der Corporate Governance**

Die im Jahr 1961 gegründete Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) hat sich zum Ziel gesetzt, eine nachhaltige Wirtschaftsentwicklung zu fördern und das soziale Leben der Menschen auf der Welt zu verbessern. Mit ihren heute 35 Mitgliedsstaaten bildet die OECD ein Forum, in dem Regierungen zusammenwirken und Erfahrungen teilen können. Zur Unterstützung und Fundierung ihrer Erkenntnisse untersucht die OECD ökonomische, soziale und die umweltverändernde Entwicklungen weltweit, auch um zukünftige Trends erkennen und Risiken einschätzen zu können (OECD (2016)).

Im Jahr 1996 formuliert die OECD erstmals Grundsätze zur Corporate Governance, die heute weltweit von öffentlichen und privaten Institutionen als Richtlinie angesehen werden. Zweck dieser Richtlinie ist es, ein Umfeld von Transparenz, Vertrauen und Rechenschaftspflicht zu schaffen, um weltweit langfristige Investitionen, Finanzstabilität und Geschäftintegrität zu schaffen. Als Rahmen bildet sie damit wichtige Voraussetzungen für die in dieser Arbeit durchgeführten Analysen, insbesondere vor dem Hintergrund der Investorenkommunikation. Diese Richtlinie wird nicht als Gesetz verpflichtend, da eine internationale Einhaltung der Vorgaben nicht überprüfbar wäre und aufgrund der zahlreichen regionalen Unterschiede der Mitgliedsländer auch nicht sinnvoll umgesetzt werden könnten. Die OECD-Grundsätze liefern jedoch hilfreiche Bausteine, um einen tragfähigen Corporate Governance Rahmen darstellen zu können. Sie entstehen aus den Erfahrungen verschiede-

ner Länder, die sich in unterschiedlichen wirtschaftlichen Entwicklungsstadien befinden und somit einen breiten Erfahrungsschatz widerspiegeln. Die Richtlinie soll eine freiwillige Vorgabe mit praktischen Hinweisen sein, ein rechtliches, institutionelles und ordnungsrechtliches Rahmenwerk zu schaffen, auf dem die politischen Entscheidungsträger nationale Corporate Governance Richtlinien formulieren und implementieren können. Diese Grundsätze stellen auch seit ihrer ersten Ausführung im Jahr 1996 eine Orientierungshilfe für eine nachhaltige und gute Unternehmensführung dar. Im Jahr 2004 werden die Grundsätze erstmals aktualisiert. Im Rahmen dieser Aktualisierung wird die besondere Bedeutung einer nachhaltigen Corporate Governance für die Gesellschaft nochmals herausgestellt. Arbeitsplätze und Altersersparnisse hängen in besonderem Maße von der Leistung und Integrität der Unternehmen in einem Land ab. Diese Entwicklung nimmt im Zuge der Globalisierung weiter zu (OECD (2004)).

Im Jahr 2015 erfahren die Grundsätze der OECD eine nochmalige Überarbeitung. Angesichts zahlreicher Veränderungen in den letzten Jahren wird dies als notwendiger Schritt angesehen. Insbesondere die weltweit Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009, zunehmende grenzüberschreitende Eigentumsverflechtungen bei Unternehmen und Veränderungen der Funktionsweise der Aktienmärkte<sup>43</sup> machen eine Überprüfung und Aktualisierung der Richtlinie notwendig. Hier gilt zu berücksichtigen, dass bereits zahlreiche Länder nationale Richtlinien eingeführt haben. So auch Deutschland mit dem DCGK. Die aktuellen Grundsätze der OECD gliedern sich wie folgt:

- I. Voraussetzungen für einen effektiven Corporate Governance-Rahmen
- II. Aktionärsrechte, Gleichbehandlung der Aktionäre und wesentliche Eigentümerfunktionen
- III. Institutionelle Anleger, Aktienmärkte und andere Intermediäre
- IV. Rolle der verschiedenen Unternehmensbeteiligten (Stakeholder) bei der Corporate Governance
- V. Offenlegung und Transparenz
- VI. Pflichten des Board (Aufsichtsorgan)<sup>44</sup>

---

<sup>43</sup> Hier sind insbesondere eine zunehmende Vernetzung der internationalen Märkte sowie der einen immer größeren Anteil am Handelsvolumen einnehmende Hochfrequenzhandel zu nennen (OECD (2015)).

<sup>44</sup> Das Aufsichtsorgan kann bei großen börsennotierten Gesellschaften je nach Land anders strukturiert sein. In Deutschland ist dies der Aufsichtsrat einer Aktiengesellschaft oder z.B. der Gesellschafterausschuss.

Anhang: Empfehlungen des Rats betreffend die Grundsätze der Corporate Governance.

Die Grundsätze mit der aufgeführten Gliederung sollen politischen Entscheidungsträgern dabei helfen, einen gesetzlichen, regulatorischen und institutionellen Rahmen der Corporate Governance zu konzipieren, um in den jeweiligen Ländern wirtschaftliche Effizienz, nachhaltiges Wachstum und finanzielle Stabilität zu fördern. Die inhaltlichen Aspekte sind kurz und prägnant formuliert, mit dem Ziel, staatlichen, halbstaatlichen und privatwirtschaftlichen Institutionen Grundsätze vorgeben zu können, anhand derer sie die Qualität des nationalen Corporate Governance Rahmens beurteilen können. Auf dieser Basis sollen weitergehende nationale Richtlinien ausgearbeitet werden können. Diese nationalen Bestimmungen wie der DCGK sollen dann den länderspezifischen wirtschaftlichen, rechtlichen und kulturellen Unterschieden gerecht werden (OECD (2015)).

Wie die obenstehende Gliederung deutlich macht, sind die Grundsätze der OECD für große börsennotierte Gesellschaften bestimmt. Dennoch stellt die OECD die Nützlichkeit für eine Verbesserung der Unternehmensführung heraus, gerade auch unter dem Aspekt der Trennung von Eigentum und Verfügungsmacht. Insofern sind die Grundsätze ein sinnvolles Instrument, auch kleine, nicht-börsennotierte Gesellschaften für die Umsetzung von Corporate Governance Richtlinien zu sensibilisieren. Für diese Unternehmen können die Beziehungen zwischen Geschäftsführungsorgan, Aufsichtsorgan, Aktionären und Stakeholdern ebenfalls von Bedeutung sein. Die OECD Grundsätze sollen keine Vorgaben für strategische Geschäftsentscheidungen sein, sondern einen Rahmen für die Festlegung von Unternehmenszielen, Mittel und Wege zur Umsetzung dieser Unternehmensziele und Möglichkeiten der Erfolgskontrolle liefern (OECD (2015)).

Die OECD bestätigt, dass die Corporate Governance Politik eines Unternehmens eine hohe Bedeutung hinsichtlich Anlegervertrauen, Kapitalbindung und Kapitalallokation hat. Die Qualität der Corporate Governance in einem Unternehmen hat einen Einfluss auf das Vertrauen der Kapitalgeber und somit auch auf die Kapitalbeschaffungskosten eines Unternehmens. Sie soll Aktionären und Stakeholdern die Sicherheit geben, dass ihre Rechte gewahrt werden. Angesichts zunehmend vernetzter Märkte sollten die nationalen Regeln auch international verstanden und glaubwürdig kommuniziert werden. So sollte es für kleinere

mittelständische Unternehmen<sup>45</sup> dazu führen, dass das Verhältnis des Unternehmens zu seinen Stakeholdern positiv beeinflusst wird. Auch aus diesem Grund sollen die Grundsätze der OECD einen tragfähigen, aber dennoch flexiblen Rahmen schaffen, der bewusst keine Gesetze bzw. Verpflichtungen formuliert. Auf Basis der nationalen Richtlinien sollen Unternehmen in einer dynamischen von hoher Wettbewerbsintensität geprägten Welt selbst eine Corporate Governance implementieren, die zu einer gewissen Wettbewerbssituation führt und damit zur Verbesserung der Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte beitragen soll (OECD (2015)).

### 2.3.2 Grünbuch der Europäischen Union

Von der Europäischen Kommission (EUK) veröffentlichte Grünbücher sollen Diskussionen auf europäischer Ebene initiieren und Themen eingehender betrachten. Sie richten sich an Einrichtungen und Einzelpersonen mit dem Ziel, diese zur Teilnahme an einer Debatte auf der Grundlage der im Grünbuch enthaltenen Vorschläge anzuregen. Die Anstöße und Initiativen in Grünbüchern können später in Weißbüchern erläutert werden, die dann neue Rechtsvorschriften bilden (EUK (2011)).

Im zentralen Fokus der EUK stehen ein starker und erfolgreicher Binnenmarkt und eine Manifestierung des Vertrauens der Bürger in die Europäische Union (EU). In diesem Rahmen hat in den letzten Jahrzehnten die Rolle der europäischen Unternehmen weiter an Bedeutung gewonnen, so dass diese eine größtmögliche Verantwortung gegenüber ihren Beschäftigten, Anteilseignern, Stakeholdern und der Gesellschaft insgesamt zeigen sollen. Hierbei sind Corporate Governance und soziale Verantwortung von zentraler Wichtigkeit. Grundsätzlich sollten Maßnahmen ergriffen werden, die auf übergeordneter Ebene ein nachhaltiges Wachstum in der EU gewährleisten und auf deren Basis ein solides Finanzsystem aufgebaut werden kann.

Im Jahr 2010 hat die EUK ein Grünbuch zum Thema Corporate Governance herausgegeben. Mit dem Grünbuch verfolgt die EUK das Ziel, „eine Bewertung und Einordnung des Corporate Governance Rahmens für europäische Unternehmen“ vorzunehmen. Die EUK

---

<sup>45</sup> Diese Unternehmen verfügen in der Regel nicht über ein Aufsichtsorgan und sind eigentümergeführt. Dennoch können die Beziehungen zu Stakeholdern und Kapitalgebern verbessert werden und positive Auswirkungen auf die Unternehmung haben.

versteht unter Corporate Governance ein System, nach dem Unternehmen geführt und kontrolliert werden sowie die Beziehungen zwischen dem Leitungsorgan eines Unternehmens zu seinen Aktionären und Stakeholdern (EUK (2011)).

Der Corporate Governance Rahmen im Sinne der EUK für börsennotierte Unternehmen in der EU besteht aus einer Kombination aus verbindlichen Rechtsvorschriften und nicht zwingendem Recht, das Empfehlungen und Corporate Governance Kodizes (CGK) beinhaltet. Die CGK werden auf nationaler Ebene von den Mitgliedsstaaten der EU erlassen. Ihre Anwendung wird empfohlen und börsennotierte Unternehmen müssen in ihrer Corporate Governance Erklärung auf einen Kodex hinweisen und seine Einhaltung kommentieren bzw. begründen.<sup>46</sup> Für die Identifizierung und Festlegung der wichtigsten Themen führt die EUK Interviews mit ausgewählten börsennotierten Unternehmen unterschiedlicher Marktkapitalisierung und Aktionärsstrukturen durch. Auch werden Gespräche mit Corporate Governance Experten und Vertretern von Anlegergruppen und der Zivilgesellschaft abgehalten. Als Folge dieser Gespräche und Analysen resultieren drei Themen, die im Fokus einer guten Corporate Governance stehen:

1. Der Verwaltungsrat
2. Die Aktionäre
3. Der „comply or explain“ Grundsatz

Das erste Thema „Der Verwaltungsrat“ beschäftigt sich neben der Zusammensetzung dieses Organs außerdem mit der Arbeitsintensität und Vergütung der Mitglieder. Einen weiteren wichtigen Aspekt bildet das Risikomanagement. Im Rahmen des Themengebietes „Die Aktionäre“ wird auf die Passivität von Minderheitsaktionären eingegangen. Außerdem sind die zunehmende Kurzfristigkeit der Interessen von Aktionären sowie die Möglichkeiten einer Kapitalbeteiligung von Arbeitnehmern an Unternehmen ein Thema. Das Kapitel „comply or explain“ geht der Frage nach, wie die Einhaltung der nationalen Corporate Governance Kodizes zufriedenstellend überwacht werden kann und wie die Qualität der Erläuterungen hinsichtlich der Kodex-Erfüllung verbessert werden kann (EUK (2011)).

---

<sup>46</sup> Dieses Verfahren wird auch als „comply or explain“ bezeichnet.

### 2.3.3 Deutscher Corporate Governance Kodex

#### 2.3.3.1 Ursprung und Entwicklung

Als Folge der OECD-Grundsätze und des Grünbuchs der EUK, formulieren die Länder der EU eigene Corporate Governance Kodizes. Diese Kodizes haben ihren Ursprung auch im angloamerikanischen Raum. Unzureichende bzw. fehlende gesetzliche Vorgaben haben Gesetzesergänzende Richtlinien erforderlich gemacht (Davies (2001)).<sup>47</sup> Große Börsen und Indexfonds in den USA verlangen bspw. seit den 1990er Jahren von ihren notierten Unternehmen die Berücksichtigung eigener Kodizes im Hinblick auf eine gute Corporate Governance. Großbritannien ist das erste Land in Europa, das mit dem „Combined Code“ einen staatlich initiierten Corporate Governance Kodex aufgesetzt und eingeführt hat. Dieser Kodex ist von privaten Expertenkommissionen unter Beachtung der OECD Grundsätze formuliert. Ab dem Jahr 2000 müssen an der Londoner Börse notierte Unternehmen diesen Kodex berücksichtigen (Berrar (2001)). Trotz der Einführung für börsennotierte Unternehmen ist der Kodex für Unternehmen, die eine Börsennotierung anstreben nicht verpflichtend. Die bereits an der Londoner Börse notierten Unternehmen müssen in ihrem Jahresabschluss erklären, ob und in welchem Umfang sie den „Combined Code“ erfüllen.<sup>48</sup>

Dem amerikanischen und britischem Vorbild folgend führten andere europäische Länder eigene Corporate Governance Kodizes ein – jeweils unter Beachtung der OECD Grundsätze und unter Berücksichtigung nationaler Besonderheiten.

In Deutschland entwickelt der „Frankfurter Initiativkreis“ auf Basis der OECD Grundsätze im Jahr 2000 einen „Code of best Practice“. Diese stark juristisch geprägten Grundsätze konzentrieren sich inhaltlich auf allgemeine Ansätze, insbesondere ausgewählte Regelungen für Aufsichtsrat und Vorstand eines börsennotierten Unternehmens. Auf dieser Basis hat die Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management eine Balanced Scorecard konzipiert (Dörner et al. (2003)). Nahezu zeitgleich entwickelt der „Berliner Initiativkreis“ im Jahr 2000 den „German Code of Corporate Governance“, der Unternehmen

---

<sup>47</sup> Auch als „codes of best practice“ bezeichnet und bekannt.

<sup>48</sup> Hier ist wieder der „comply or explain“ Grundsatz zu finden. Außerdem ist festzuhalten, dass das Medium Geschäftsbericht mit dem inkludierten Jahresabschluss eines Unternehmens bereits im Jahr 2000 als geeignet für die Erfassung von Corporate Governance Empfehlungen angesehen wird. Dies ist auch ein Grund für die Konzeption der zu untersuchenden Stichprobe in dieser Arbeit.

Ansätze vorgibt, aber auch ausdrücklich dazu auffordert, eigene Corporate Governance Regeln einzuführen (Schüppen (2002)).

Aufgrund verschiedener wirtschaftlicher Problemfälle in der deutschen Großkonzernlandschaft wurde das Aktien- und Kapitalmarktrecht sukzessive reformiert.<sup>49</sup> Anschließend wird im Jahr 2001 die Regierungskommission Corporate Governance gebildet, um die Funktionsweise der Unternehmensüberwachung in Deutschland zu untersuchen und mögliche Verbesserungen eindeutig zu formulieren. In ihrem Abschlussbericht kommt diese Kommission zu dem Ergebnis, dass die Einführung eines Corporate Governance Kodex für Deutschland sinnvoll und notwendig ist. Daraufhin wird eine Regierungskommission zur Erarbeitung eines Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK) gegründet. Diese finalisiert ihre Arbeit bereits 2002 nach nur einem Jahr (Schüppen (2002)). Der DCGK stellt ebenfalls wie die anderen nationalen Kodizes in der EU kein verbindliches Recht dar, sondern ist vielmehr als Empfehlungsrahmen zu sehen. Ziel des DCGK ist es, das deutsche Corporate Governance System transparent und überprüfbar zu machen. Insbesondere für ausländische Investoren soll das Vertrauen in den Wirtschaftsstandort Deutschland gestärkt werden. Zudem sollen Kontrolle und Überprüfbarkeit von Unternehmensentscheidungen von börsennotierten Gesellschaften für Stakeholder bzw. die Gesellschaft transparent sein (DCGK (2015)).

### 2.3.3.2 Bedeutung und Inhalt

Der DCGK kann in drei Regelungstypen differenziert werden. Zum einen verweist der Kodex auf Gesetze und besitzt gemäß §161 Aktiengesetz (AktG) gesetzliche Grundlage, wobei keine direkten rechtlichen Verbindlichkeiten wiedergegeben werden. Der zweite Regelungstyp beschreibt Empfehlungen, die mit dem Wort „soll“ gekennzeichnet sind. Diese Empfehlungen sind gemäß AktG offenzulegen und zu begründen. Hier soll es auch möglich sein, unternehmensspezifischen Besonderheiten Rechnung zu tragen. Bei dem dritten Typus werden Anregungen mit dem Wort „sollte“ gekennzeichnet und hierbei ist es nicht notwendig, Abweichungen zu begründen. Anregungen können umgesetzt werden oder nicht und die Unternehmen erhalten einen Ermessensspielraum, um ihren eigenen Corpora-

---

<sup>49</sup> 1998 werden verschiedene Gesetze zur Verbesserung des Anlegerschutzes und der Kontrolle und Überwachung von Unternehmen und Unternehmensvorgängen eingeführt.

te Governance Rahmen selbst festzulegen. Dies signalisiert, ob ein Unternehmen in besonderem Maße Corporate Governance Themen kommuniziert und über das vorgeschlagene Maß hinaus informiert.

Grundsätzlich adressiert der DCGK börsennotierte Unternehmen in Deutschland und deren Vorstände und Aufsichtsräte. Insbesondere für Unternehmen, die ein IPO planen, gewinnt der DCGK an Bedeutung und eine frühzeitige Beachtung bringt Vorteile im späteren IPO-Prozess. Aber auch nicht-börsennotierten Unternehmen wird die Beachtung des Kodex empfohlen, um die Unternehmensführung und -kontrolle in Deutschland zu adressieren. Für Kreditinstitute und Versicherungsunternehmen gelten Besonderheiten des Aufsichtsrechts, die neben dem DCGK zu beachten sind.

Thematisch gliedert sich der DCGK in sechs Kapitel und einen Anhang, in dem Mustertabellen aufgeführt sind, die aber für die vorliegende Arbeit nicht von Bedeutung sind, da ihre Anwendung erst im Jahr 2013 beschlossen wird und die hier untersuchte Stichprobe Geschäftsberichte bis zum Jahr 2013 analysiert. Es ist ferner nicht das Ziel der vorliegenden Untersuchung, auf alle einzelnen Regelungen des DCGK einzugehen, jedoch ist ein Überblick notwendig, um die inhaltliche Entwicklung der späteren qualitativen Analyse nachvollziehen zu können. Diese basiert zu einem Teil auf den Regelungen des DCGK.

Der DCGK gliedert sich in folgende Kapitel, die anschließend erläutert werden:

1. Aktionäre und Hauptversammlung,
2. Zusammenwirken von Vorstand und Aufsichtsrat,
3. Vorstand,
4. Aufsichtsrat,
5. Transparenz und
6. Rechnungslegung und Abschlussprüfung.

Zusammenfassend geht es in Kapitel 1 um die Nutzung von Aktionärsrechten. Kapitel 1 gliedert sich wiederum in *Aktionäre*, wo die Wahrnehmung der Aktionärsrechte thematisiert wird, in *Hauptversammlung*, wo wiederum einzelne Aspekte und Themen wie die Billigung des Vergütungssystems der Vorstandsmitglieder angesprochen wird, und die *Einladung zur Hauptversammlung*, wo auch auf die Möglichkeit der Verfolgung der Hauptversammlung über das Internet hingewiesen wird.

Kapitel 2 erfasst Aspekte wie das „Zusammenwirken von Vorstand und Aufsichtsrat“ bei strategischen Unternehmensentscheidungen. Der Vorstand soll den Aufsichtsrat regelmäßig und umfassend informieren. Beispielsweise sollen außerdem D&O-Versicherungen<sup>50</sup> einen Selbstbehalt für den Vorstand von mindestens 10% des Schadens vorsehen. Kernelement dieses Kapitels ist, dass der Vorstand den Aufsichtsrat in bedeutende Unternehmensentscheidungen miteinbezieht, die die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Unternehmens beeinflussen.

Das Kapitel „Vorstand“ gliedert sich in das erste Unterkapitel *Aufgaben und Zuständigkeiten*, in dem der Vorstand angehalten wird, für die unternehmensweite Einhaltung gesetzlicher Bestimmungen zu sorgen und ein angemessenes Risikomanagement und -controlling zu implementieren. Das zweite Unterkapitel *Zusammensetzung und Vergütung* geht auf die Beachtung einer Vielfältigkeit bei der Zusammensetzung des Vorstands ein. Darüber hinaus soll die Vergütung des Vorstands durch den Aufsichtsrat anhand einer Leistungsbeurteilung festgelegt werden und sich aus fixen und variablen Bestandteilen mit mehrjähriger Bemessungsgrundlage zusammensetzen. Diese Gehaltsbestandteile sollen im Geschäftsbericht veröffentlicht werden und bilden damit genau wie die Beschränkung von Abfindungszahlungen ein nachprüfbares Kriterium. Das letzte Unterkapitel in diesem Bereich bildet das Thema der *Interessenkonflikte*. Hierbei geht es um die Sicherstellung und Transparenz hinsichtlich der Nebentätigkeiten und sonstigen Aufsichtsratsmandate der Vorstandmitglieder, die vom Aufsichtsrat genehmigt werden sollen. Diese und andere Maßnahmen sollen sicherstellen, dass die Mitglieder des Vorstands ausschließlich im Interesse des Unternehmens handeln und keine anderen Ziele verfolgen.

Das darauffolgende Kapitel „Aufsichtsrat“ beginnt mit den *Aufgaben und Zuständigkeiten* des Aufsichtsrats. Die Beratung und Überwachung des Vorstands steht hier im Fokus, wie z.B. die Berücksichtigung von Vielfalt im Vorstand durch den Aufsichtsrat. Das zweite Unterkapitel beinhaltet Regelungen zu den *Aufgaben und Befugnissen des Aufsichtsratsvorsitzenden* wie die Notwendigkeit der intensiven Kontaktpflege zum Vorstandsvorsitzenden und die Koordination des Aufsichtsrats und die Leitung von Sitzungen. Daraufhin wird auf die *Bildung von Ausschüssen* eingegangen, wo die Bildung eines Prüfungs- und Nominierungsausschusses vorgesehen ist (DCGK (2017)). Den Fokus bildet dennoch das Unterka-

---

<sup>50</sup> Unter Directors & Officers (D&O)-Versicherungen werden Vermögensschadenhaftpflichtversicherungen verstanden, die ein Unternehmen für seine Organe und leitenden Angestellten abschließt.

pitel *Zusammensetzung und Vergütung*, das auf wesentliche Thematiken eingeht, die langfristig in verschiedenen Dokumenten und Publikationen festgehalten werden und damit auch für die folgende wissenschaftliche Untersuchung von Bedeutung sind.<sup>51</sup> Für die Zusammensetzung des Aufsichtsrats sollen konkrete Ziele genannt werden und die Aufsichtsratsmitglieder müssen über die für die Tätigkeit notwendigen Kenntnisse, Erfahrungen und Fähigkeiten verfügen. Hierzu gehört auch, dass die persönlichen und geschäftlichen Beziehungen der Aufsichtsratsmitglieder kommuniziert bzw. offen gelegt werden, damit deren Unabhängigkeit gewahrt ist. Jedes Aufsichtsratsmitglied muss in der Lage sein, seinem Mandat zeitlich nachzukommen, weshalb auch andere Tätigkeiten der Mitglieder zu veröffentlichen sind. Die Vergütung der Aufsichtsratsmitglieder soll diese zuvor genannten Aspekte berücksichtigen und damit in einem geeigneten Rahmen zu den Tätigkeiten der Mitglieder und der wirtschaftlichen Situation des Unternehmens stehen. Insbesondere bei den Vergütungen ist eine übersichtliche Darstellung im Lagebericht oder Anhang vorgesehen (DCGK (2017)). Das nächste Unterkapitel *Interessenkonflikte* geht explizit auf die Verpflichtung zur Wahrung der Unternehmensinteressen ein und beschreibt eine konsequente Offenlegung und Kommunikation von Beziehungen zwischen den Aufsichtsratsmitgliedern und dem Unternehmen in Verbindung stehenden Instanzen. Der Aufsichtsrat soll auch in seinem Bericht auf derartige Interessenkonflikte hinweisen. Das letzte Unterkapitel schließt mit dem Thema *Effizienzprüfung* und weist den Aufsichtsrat als wichtigstes Kontroll- und Überwachungsorgan auf die Bedeutung einer regelmäßigen Effizienzprüfung der eigenen Tätigkeiten hin.

Anschließend beinhaltet das 5. Kapitel „Transparenz“ die Kommunikation von unternehmensrelevanten Informationen. Hier wird ein besonderes Augenmerk auf die Gleichbehandlung von Aktionären der Gesellschaft und die Veröffentlichung des Aktienbesitzes von Vorstand und Aufsichtsrat gelegt. Wesentliche Termine für die Veröffentlichung von Berichten und Veranstaltungsterminen sollen auf der Internetseite für jeden einsehbar sein.

Das 6. und letzte Kapitel des DCGK geht auf die „Rechnungslegung und Abschlussprüfung“ ein und beschreibt in diesem Zusammenhang nochmals die Bedeutung des Konzernabschlusses und -lageberichts als wichtigstes Informationsdokument für Anteilseigner börsennotierter Gesellschaften. So soll beispielsweise der Konzernabschluss innerhalb von 90

---

<sup>51</sup> Neben den Zwischenberichten bzw. Quartalsberichten gilt der Geschäftsbericht mit inkludiertem Corporate Governance Bericht, Lagebericht und Anhang als das umfassendste zu veröffentlichen Dokument einer börsennotierten Kapitalgesellschaft in Deutschland.

Tagen nach Geschäftsjahresende öffentlich verfügbar sein und Aktienoptionsprogramme und andere wertpapierbasierte Vergütungskomponenten angegeben werden. Ferner sollen Beziehungen zu nahe stehenden Aktionären aufgeführt und erläutert werden. Hinsichtlich der Abschlussprüfung hat der Aufsichtsrat die Unabhängigkeit des Abschlussprüfers sicherzustellen. Besondere Feststellungen des Prüfers während des Prüfungsprozesses sind unmittelbar an den Aufsichtsrat zu berichten (DCGK (2017)).

Im Interesse der vorliegenden Arbeit ist es, festzustellen, ob nach dem Einstieg eines Private Equity Investors die Umsetzung von Empfehlungen und Anregungen durchgeführt wird. Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass der DCGK wesentliche Aspekte hinsichtlich der Kommunikation von Informationen enthält und damit insbesondere auch für die Transparenz und die Investorenkommunikation von Bedeutung ist. Entsprechend den Erfahrungen der OECD wird die Einhaltung und Umsetzung des DCGK nicht hinreichend kontrolliert. Zahlreiche Unternehmen haben insbesondere in den letzten 15 Jahren viele Empfehlungen und Anregungen nicht umgesetzt.

## **2.4 Corporate Governance und Transparenz**

### **2.4.1 Definition und Zusammenhang**

Nach der Darstellung des gesetzlichen Rahmens im Bereich Corporate Governance gilt es, den Bereich der Transparenz dezidiert zu betrachten. Transparenz im Sinne der Corporate Governance kann wie im vorigen Kapitel dargestellt verschiedene Ausprägungen haben, bezieht sich jedoch immer auf die Kontrolle und Überwachung von Unternehmen. Die Kontrolle und Überwachung konzentriert sich dabei auf im Unternehmen tätige Individuen und Prozesse.

Im DCGK ist dem Thema Transparenz ein eigenes Kapitel zugeteilt, was die Bedeutung der Transparenz im Bereich Corporate Governance unterstreicht und bestätigt. Auf diesen grundsätzlichen Transparenzaspekten laut DCGK basiert die weitergehende Analyse dieser Arbeit. Dabei wird Transparenz im Wesentlichen mit der Verarbeitung und Kommunikation von Informationen verbunden. Das heißt, alle Aktionäre einer Gesellschaft sollen zeitnah und mit den gleichen Informationen wie Finanzanalysten versorgt werden. Des Weiteren sollen Informationen über neue Entwicklungen und Tatsachen im Unternehmen über

das Internet für jeden interessierten unmittelbar verfügbar sein. Informationen sollen auch in englischer Sprache kommuniziert werden und anstehende Termine des Unternehmens transparent und übersichtlich aufgelistet werden (DCGK (2015)). Neben der Verarbeitung und Kommunikation von Informationen wird besondere Aufmerksamkeit auf die Anteilsbesitze von Vorstand und Aufsichtsrat gelegt. Der Anhang des Konzernabschlusses soll demnach die Handelsaktivitäten der Aufsichtsrats- und Vorstandsmitglieder in den Aktien des Unternehmens aufführen. Außerdem sollen der Anteilsbesitz und die Höhe des Anteilsbesitzes für jedes Mitglied der Organe Aufsichtsrat und Vorstand detailliert aufgelistet werden. Dem Aufsichtsrat und Vorstand eines Unternehmens kommt als handelnde Personen und den Anteilseignern bzw. Investoren gegenüber verantwortlichen Instanzen auch im Bereich Transparenz eine hohe Bedeutung zu.

Entsprechend den bisherigen Erkenntnissen geht es demnach im Bereich Transparenz um: (1) Die Art der Verarbeitung und Kommunikation von Informationen sowie (2) inhaltliche Aspekte bzw. für die Entwicklung des Unternehmens relevante Informationen, die Angaben über Individuen<sup>52</sup> und Prozesse im Unternehmen beschreiben. Anhand dieser Kategorisierung lassen sich die wenigen im DCGK genannten Transparenzaspekte ausweiten und ergänzen.

Um jedoch eine objektivierbare und möglichst umfassende Ausweitung dieser Transparenzaspekte vornehmen zu können, bedarf es anerkannter wissenschaftlicher Ansätze zur Entwicklung und Überprüfung von Transparenzaspekten. Diese Ansätze müssen die Ansprüche an Transparenz im Sinne der Corporate Governance erfüllen und außerdem einen Bezug zu börsennotierten Unternehmen haben. Eine Anwendung sollte darüber hinaus für den Bereich Private Equity exemplarisch sein. Da es hierzu bislang keine einheitlichen wissenschaftlichen Analyseansätze gibt, ist es notwendig, eine Analyse zu konzipieren, die die zuvor genannten Anforderungen möglichst zielgerichtet abbildet und Transparenzaspekte der oben genannten Subkategorien berücksichtigt.

Insbesondere ist es für die weitergehende Analyse in dieser Arbeit notwendig, einerseits die Verarbeitung und Kommunikation von Informationen systematisch wissenschaftlich analysieren zu können, um eine Vergleichbarkeit der Analyseergebnisse herzustellen. Hinzu kommt die Herausforderung, andererseits die qualitativen inhaltlichen Aspekte einer syste-

---

<sup>52</sup> Hier umfasst dies im Wesentlichen wieder Aufsichtsrat und Vorstand.

matischen Analyse zu unterziehen. Hierzu gibt es bisher keine anerkannten allgemeingültigen Verfahren.<sup>53</sup> Diese beiden Analysen in einem Schritt durchzuführen ist äußerst diffizil und praktisch kaum umsetzbar. Außerdem wäre dieses Vorgehen aufgrund der Unterschiede der Analyseschwerpunkte für eine weitergehende Folgeanalyse ungeeignet. Insofern kann für die Analysemethoden hiermit auf Basis des DCGK festgehalten werden, dass zwei Methoden notwendig sind, um Transparenz im Sinne des Ziels der vorliegenden Arbeit umfassend zu untersuchen.

#### 2.4.2 Transparenzaspekte und Transparenzkriterien

Die zwei im vorigen Kapitel angedachten methodischen Analyseverfahren bedürfen einer klaren Operationalisierbarkeit. Hinsichtlich der systematischen Analyse der Verarbeitung und Kommunikation von Informationen in Textdokumenten kann die Schnelligkeit der Veröffentlichung der Textdokumente beispielsweise als Transparenzaspekt angesehen werden. Je schneller bzw. je früher im Geschäftsjahr Textdokumente<sup>54</sup> veröffentlicht werden, desto eher werden Investoren und die Öffentlichkeit informiert. Dies müsste auch im Interesse von Private Equity Investoren sein, da der zeitliche Aspekt der Informationsverarbeitung entscheidend sein kann (Prokop (2008)).

Für die Analyse der Verarbeitung und Kommunikation von Informationen sind die Anordnungen und das Format der Darstellung Transparenzaspekte, die ebenfalls angewendet werden können. Hierbei ist jedoch zu berücksichtigen, dass die subjektive Wahrnehmung und nicht objektivierbare Kriterien ausschlaggebend für die Beurteilung sind. So ist das Format zur Veranschaulichung möglicherweise sinnvoll, jedoch liegt es am jeweiligen Betrachter, ob eine Thematik durch diese Darstellungsform verständlicher oder „besser“ dargestellt ist. Auch aufgrund einer mangelnden Vergleichbarkeit wird diese Betrachtung von der weiteren Analyse ausgeschlossen.

Weitere denkbare Transparenzaspekte innerhalb von Textdokumenten sind die Struktur bzw. Gliederung, Wörter, Zahlen und Grafiken bzw. Veranschaulichungen (Hanley und

---

<sup>53</sup> Die ACATIS Research GmbH analysiert beispielsweise lediglich Tabellen und Zahlenwerte in Geschäftsberichten, ohne jedoch auf die Aussagekraft von inhaltlichen Aspekten einzugehen (ACATIS (2014)).

<sup>54</sup> Hierzu zählen Quartalsberichte, Geschäftsberichte, Ad-Hoc-Mitteilungen und andere wesentliche den Geschäftsverlauf betreffenden Informationen, die in Textform dokumentiert und den Investoren und der Öffentlichkeit zur Verfügung gestellt werden.

Hoberg (2010)). Diese werden im Folgenden dezidiert betrachtet und bilden fortan den Fokus der Analysen.

Die Struktur von Geschäftsberichten ist weitestgehend identisch und an gesetzliche Vorgaben angelehnt. Insofern bilden sich hier keine geeigneten Differenzierungskriterien heraus und der Transparenzaspekt der Struktur wird ebenfalls von der weiteren Betrachtung ausgeschlossen.

Auf dieser Basis bleiben als geeignete Transparenzaspekte Wörter, Zahlen und Grafiken, anhand derer eine Analyse durchgeführt werden kann. Zahlen innerhalb eines Geschäftsberichts besitzen hinsichtlich der Transparenz eine Aussagekraft. Jedoch sind sie sehr individuell mit dem jeweiligen Unternehmen verbunden und nicht nur dadurch bedingt als allgemeines Kriterium zur Analyse einer Stichprobe mit Unternehmen verschiedener Branchen geeignet. Hierfür eine aussagekräftige Stichprobe von Private Equity Deals in Deutschland zu finden ist angesichts der begrenzten Zahl an Deals nicht möglich. Ob Zahlen über mehrere Jahre verglichen werden und ob diese überhaupt erfasst bzw. aufgeführt sind, fällt gemäß der vorigen Definitionen bereits in den Bereich der inhaltlichen Analyse. Nach dieser Betrachtung der Transparenzaspekte im Bereich der Verarbeitung und Kommunikation von Informationen verbleiben die Analyse von Wörtern und Grafiken. Dies wird von anderen Wirtschaftswissenschaftlern bereits über verschiedene Textdokumente<sup>55</sup> untersucht. Anhand der Verwendung von Wörtern lässt sich feststellen, ob Risiken oder Chancen und auch andere die Unternehmensentwicklung betreffende Informationen hinsichtlich ihrer Art und Weise der Kommunikation erfasst werden (Hanley und Hoberg (2010)). Auch Grafiken können hierzu beitragen. Dies entspricht dem zu Beginn dieses Kapitels formulierten Ziel der Identifikation der Verarbeitung und Kommunikation von Informationen und wird weiter verfolgt. Für die festgelegten Transparenzaspekte Wörter und Grafiken lassen sich detaillierte Transparenzkriterien formulieren. Als Transparenzaspekt gilt demnach die Analyse nach Wörtern, in dessen Rahmen ein Transparenzkriterium beispielweise das Wort „Risiko“ darstellt. Insofern bilden nach dieser Definition Transparenzaspekte einen Oberbegriff über verschiedene Transparenzkriterien.

Für den zweiten methodischen Ansatz der Analyse von inhaltlichen Informationen stellt der Vergleich von Zahlen über mehrere Jahre einen Transparenzaspekt dar. Wörter spiegeln

---

<sup>55</sup> Insbesondere IPO-Berichte in den USA. Siehe hierzu auch Kapitel 1.2.

ebenso wie Zahlen eine Information und Inhalte wieder, die für Investoren und die Öffentlichkeit eine hohe Relevanz haben können (Hanley und Hoberg (2012)). Zusätzlich können Struktur und Grafiken dazu beitragen, Inhalte zu transportieren, die zusätzliche Informationen liefern und dadurch zu einer Erhöhung der Transparenz beitragen. Diese genannten Transparenzaspekte alle in einem Analyseschritt zu betrachten ist äußerst umfangreich und eine Differenzierung nach den Wörtern, Zahlen, Struktur und Grafiken nicht geeignet, da nur der kommunizierte Inhalt und nicht die Art der Kommunikation hier von Interesse ist. Ziel dieses methodischen Ansatzes ist es daher lediglich festzustellen, ob eine Information in dem Textdokument enthalten ist oder nicht, unabhängig davon, wie sie dargestellt ist bzw. unter welchem Transparenzaspekt sie klassifiziert werden kann.

Eine konkrete inhaltliche Information unter den genannten Transparenzaspekten wird auch hier als Transparenzkriterium definiert. Für die Durchführung dieser Analyse würde sich eine Auflistung an Transparenzkriterien anbieten, die objektiviert und vergleichbar sein müssten. Diese formulierten Differenzierungen nach Transparenzaspekten und -kriterien bilden die Grundlage für das weitere Vorgehen.

## **2.5 Transparenz als Werttreiber**

Corporate Governance wird als Werttreiber bei Private Equity Investments klassifiziert. Dieser Werttreiber steht in unmittelbarem Zusammenhang mit den in Kapitel 2.2.2 angesprochenen Agency-Kosten und basiert im Wesentlichen auf der Wertschöpfungshypothese. Diese Hypothese formuliert die Strategie der Reduzierung der Agency-Kosten und der Schaffung von gleichgerichteten Interessen zwischen Eigentümern und Management (Kaserer et al. (2007)). Hierzu implementieren Private Equity Investoren bestimmte Monitoring-Instrumente in den Portfoliounternehmen und nehmen partiell die Funktion eines Mentors wahr, um Agency-Kosten zu reduzieren und den Unternehmenswert zu steigern (Sahlmann (1990)). Eine Übersicht von Corporate Governance Werttreibern ist in Tabelle 3 dargestellt.

Tabelle 3: Übersicht Corporate Governance Werttreiber

Corporate Governance Werttreiber	Möglichkeit der Einflussnahme durch das Private Equity Unternehmen			Wirkungsweise während Transaktionsphase		
	hoch	mittel	gering	Akquisition	Halte	Exit
<b>Reduzierung Agency Kosten</b>						
Transparenz/Kommunikation	x			(x)	x	x
Verbesserung Anreizsysteme	x			x	x	
Monitoring/Controlling	x				x	
Wirkung Fremdkapital	x			x	(x)	
<b>Parenting Effekt</b>						
Beratung/Unterstützung	x			x	x	x
Netzwerk	x			x	x	x
Unternehmergeist		x		x	x	
Bürokratieabbau		x			x	
<b>Groß-/Kleinaktionär-Konflikt</b>		x		x		

x = eindeutige Klassifizierung; (x) = kann teilweise dieser Periode zugeordnet werden

Eigene Darstellung auf Basis von Berg und Gottschalg (2003) sowie Ecker et al. (2005).

Im Rahmen der bei Private Equity Transaktionen angesetzten Werttreibern gilt die Transparenz/Kommunikation als ein zunehmend wichtiger Ansatz unter den Corporate Governance Werttreibern. Sowohl die Verarbeitung und Kommunikation von Informationen als auch inhaltliche Aspekte können hier als Oberbegriffe für Transparenzkriterien angesehen werden. Tabelle 3 verdeutlicht, dass Finanzinvestoren eine hohe Möglichkeit der Einflussnahme auf diesen Werttreiber haben, der überdies grundsätzlich in allen Transaktionsphasen angewendet werden kann. Inwiefern eine erhöhte Transparenz zu einem signifikant messbaren Wertzuwachs führt, lässt sich exakt kaum quantifizieren. Um diese Frage nach einem messbaren Wertzuwachs beantworten zu können, bedarf es Methoden, mit denen Transparenz im Bereich Private Equity gemessen werden kann. Shleifer und Vishny (1997) haben hier bereits erste Ansätze formuliert, jedoch gibt es bis heute keine einheitlichen oder anerkannten Identifikationskriterien für eine zunehmende Transparenz bei Private Equity Transaktionen und deren Auswirkungen auf finanzielle Kennzahlen (Lerner et al. (2011)). Dies liegt nicht minder an der Tatsache, dass Private Equity Investoren seit ihren Ursprüngen sehr diskret agieren.

Transparenz hat jedoch diverse Vorteile, wie bereits im vorigen Kapitel erläutert. Trotzdem können mit einer erhöhten Transparenz auch Nachteile verbunden sein, wenn beispielsweise Wettbewerber Informationen erlangen, die ihre Wettbewerbsposition verbessern können. Diese Problematik bezieht sich jedoch weitestgehend auf inhaltliche Aspekte. Für Finanzinvestoren können sowohl die Vorteile als auch die Nachteile von Bedeutung sein. Primäres Ziel von Private Equity Investoren ist jedoch die Wertsteigerung eines Investments bei

einem mittelfristigen Investmenthorizont und der Bereich Corporate Governance bietet hierzu zusammenfassend vielzählige Wertsteigerungsmechanismen durch eine transparente Kommunikation (Kaserer et al. (2007)).

Transparenz als Wertsteigerungsmechanismus ist insbesondere auch während der Exitphase eines Private Equity Investors relevant. Um ein Unternehmen mit Gewinn verkaufen zu können, müssen Investoren adressiert und überzeugt werden, insbesondere, wenn ein Unternehmen über den Kapitalmarkt verkauft werden soll. Investoren am Kapitalmarkt sehen sich bei diesen Prozessen jedoch mit Informationsverarbeitungskosten<sup>56</sup> für die Kaufprüfung eines Unternehmens konfrontiert (Due Diligence). Daher werden Investoren von Unternehmen mit hohen Informationsverarbeitungskosten einen Preisabschlag bzw. eine Risikoprämie fordern. Aus diesen Gründen sind Unternehmen bestrebt, gerade während der Exitphase ihre Informationsverarbeitungskosten zu reduzieren. Dies müsste insbesondere für Portfoliounternehmen von Private Equity Investoren gelten und sichtbar sein, da diese Investoren durch ihre Spezialisierung und Erfahrung besondere Kenntnisse im Bereich der Investorenkommunikation während Transaktionsprozessen besitzen. Von Private Equity Investoren müsste daher eine Investorenkommunikation etabliert werden, die von Kapitalmarkakteuren leicht zu verstehen ist und Informationen transparent kommuniziert. Dies basiert auch darauf, dass Private Equity Investoren als in der Regel Großaktionär einen besonderen Einfluss auf Portfoliounternehmen und ein Interesse an einer umgehenden Wertsteigerung haben (Kaserer und Diller (2004), Lerner et al. (2011)). Jedoch würde eine Prüfung der Exitphase der Private Equity Deals auf Transparenz den ohnehin sehr umfassenden Analyseprozess in dieser Arbeit nochmals deutlich ausweiten und erschweren. Daher wird auf diese Betrachtung verzichtet und eine Konzentration auf die Transparenzanalyse während der Halteperiode gelegt, die jedoch meist als Exit-Vorbereitung zu verstehen ist.

Auf Basis dieser vorgenannten Überlegungen sollte Transparenz über das in den letzten Kapiteln bekannte Maß hinaus als Werttreiber klassifiziert sein und durch die Reduzierung von Informationsverarbeitungskosten zu einer Steigerung des Unternehmenswerts führen können. Eine direkte Quantifizierung der Korrelation zwischen Transparenz und Unternehmenswert ist nicht Ziel und Bestandteil der folgenden Untersuchungen. Es geht in den folgenden Analysen um die Darstellung der Relevanz des Themas Transparenz und die

---

<sup>56</sup> Vor dem Kauf eines Unternehmens müssen Investoren Kosten für die Prüfung des Kaufs aufwenden (Informationsverarbeitungskosten). Dies können Opportunitätskosten der Zeit, Personalkosten, aber auch nachträgliche Kosten von Fehlentscheidungen sein (Pagano und di Maggio (2012)).

Identifikation von Transparenz während Private Equity Transaktionen. Dies steht, wie zuvor dargestellt, in einem möglichen Zusammenhang mit dem Unternehmenswert, dessen primäres Interesse die Aktivitäten der Private Equity Investoren darstellen (Gompers und Lerner (1998)).

### **3 Transparenzidentifikation bei Private Equity Portfoliounternehmen**

#### **3.1 Grundlagen und Definition**

Es existiert keine einheitliche Vorgehensweise, wie Transparenz in Unternehmen identifiziert werden kann. Der DCGK<sup>57</sup> gibt hierzu erste Hinweise und Beispiele für Transparenzaspekte und konkrete -kriterien. Anhand der Verarbeitung und Kommunikation von Informationen sowie inhaltlichen Aspekten ist es möglich, eine Klassifizierung identifizierter Transparenz vorzunehmen. Um Transparenzaspekte diesen Klassen zuordnen zu können, ist eine objektive und standardisierte Grundlage notwendig, die auch eine Vergleichbarkeit über verschiedene Branchen und Zeitpunkte ermöglicht. In den USA werden zur Analyse der Verarbeitung und Kommunikation von Informationen primär IPO-Berichte und Geschäftsberichte verwendet (Hanley und Hoberg (2010)), Loughran und McDonald (2013b)). Aufgrund der hier vorliegenden Fragestellung und dem damit zusammenhängenden Engagement von Private Equity Investoren bei börsennotierten Unternehmen, werden Geschäftsberichte als geeignetes Analysemedium angesehen. Dies gilt auch hinsichtlich des Erfordernisses einer systematischen Analyse der Verarbeitung und Kommunikation von Informationen. Als Medium, das standardisiert regelmäßig und umfangreich Informationen veröffentlicht und darüber hinaus oft im DCGK erwähnt wird, bildet der Geschäftsbericht insbesondere für den deutschen Markt ebenfalls ein geeignetes Medium. In diesem Medium sind alle auch im DCGK angesprochenen Berichtspflichtbestandteile, wie Anhang und Lagebericht vorhanden, in denen einzelne Informationen explizit aufgeführt werden sollen.

Die Verarbeitung und Kommunikation von Informationen wird von zahlreichen Wissenschaftlern in den USA innerhalb von IPO-Berichten anhand von Wording-Prozessen analysiert (Feldman et al. (2009), Hanley und Hoberg (2010), Loughran und McDonald

---

<sup>57</sup> Vgl. hierzu auch die Ausführungen in Kapitel 2.3.3.

(2013b)). Auf dieser Basis wird auch in der vorliegenden Dissertation die Verarbeitung und Kommunikation von Informationen untersucht. Dieser Prozess wird im Folgenden auch als „Quantitative Analyse“ bezeichnet, da eine Zählung von Signalwörtern erfolgt.

Neben dieser quantitativen Analyse wird in der Literatur in der Regel<sup>58</sup> keine weitere Analyse durchgeführt. Für die vorliegenden Private Equity Transaktionen lässt sich bzgl. der Transparenz auf Basis eines rein quantitativen Ansatzes keine Aussage zu inhaltlichen Informationen treffen. Insbesondere für den Bereich der Transparenz sind inhaltliche Aspekte jedoch unerlässlich, da nur auf diese Weise eine umfassende Betrachtung vorgenommen werden kann.<sup>59</sup> In den Wirtschaftswissenschaften hat sich hierzu bisher keine Methodik etabliert, die inhaltliche Transparenzkriterien stringent bestimmen, erfassen und auswerten kann. Vor diesem Hintergrund ist es für die Identifikation von Transparenz erforderlich, eindeutige objektive Transparenzkriterien festlegen und anschließend systematisch erfassen zu können. Eine systematische Erfassung kann anhand einer kategorisierten Kriterien-Liste erfolgen.<sup>60</sup>

Im weiteren Verlauf dieser Arbeit erfolgt somit eine Differenzierung in „Quantitative Analyse“ und „Qualitative Analyse“. Die quantitative Analyse basiert auf einem Wording-Prozess, der sich an Studien aus den USA anlehnt und die Verarbeitung und Kommunikation von Informationen in Geschäftsberichten der Private Equity Portfoliounternehmen betrachtet. Die qualitative Analyse wird selbstständig entwickelt, mit dem Ziel, inhaltliche Transparenzkriterien in Geschäftsberichten der Private Equity Portfoliounternehmen zu identifizieren. Dieser Prozess ist theoretisch in Kapitel 3.3.2 und in Anwendung der Stichprobe in Kapitel 4 ausführlich dargestellt.

Abbildung 4 fasst diese Erkenntnisse nochmals visuell zusammen, bevor im folgenden Kapitel eine detaillierte Betrachtung der möglichen quantitativen und qualitativen Analyseansätze hinsichtlich ihrer Anwendungsmöglichkeiten, Aussagekraft und Störeffekten vorgenommen wird.

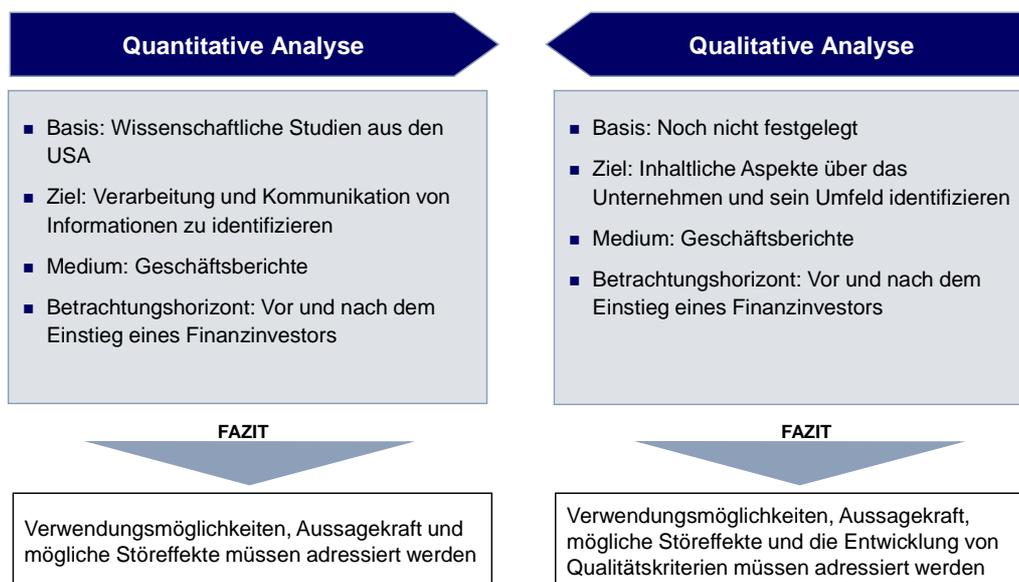
---

<sup>58</sup> Zu den wenigen Ausnahmen zählen bspw. Feldman et al. (2009) und Ferris et al. (2012).

<sup>59</sup> Siehe hierzu auch Kapitel 2.3.3 und DCGK (2015).

<sup>60</sup> Neben börsennotierten Unternehmen ist dieses Vorgehen grundsätzlich auch auf nicht-börsennotierte Unternehmen anwendbar, jedoch ist die Identifikation von den im folgenden Verlauf der Arbeit formulierten Transparenzkriterien schwieriger, da typischerweise weniger Informationen veröffentlicht und kommuniziert werden.

Abbildung 4: Quantitative und qualitative Analyseansätze in einer Zwischenbetrachtung



Quelle: Eigene Darstellung (2015).

## 3.2 Quantitative Ansätze

### 3.2.1 Möglichkeiten der Anwendung

Transparenzaspekte im Sinne der Corporate Governance können anhand quantitativer Ansätze analysiert werden, wenn ausschließlich die Häufigkeit der Transparenzkriterien Untersuchungsgegenstand ist. In dem Kontext der vorliegenden Arbeit ist dies insbesondere auf die Analyse von Textdokumenten bezogen. Ohne einen standardisierten quantitativen Analyseprozess wäre es nicht möglich, große Mengen an Geschäftsberichten hinsichtlich einzelner Signalwörter zu untersuchen.

Grundvoraussetzung für den Beginn der Untersuchung ist das Vorliegen geeigneter Transparenzkriterien, d.h. in diesem Fall geeigneter Signalwörter. Um eine Liste mit Signalwörtern aufzustellen, gibt es verschiedene Möglichkeiten. Zum einen können Wortlisten aus bestimmten Bereichen der Wirtschaftswissenschaften übernommen werden. Dies können beispielsweise Register mit Fachbegriffen aus den Bereichen Marketing, Management, Corporate Governance etc. sein. Dieses Vorgehen wird von Hanley und Hoberg (2010) angewendet. Hierbei ist zu beachten, dass die Wortlisten der unterschiedlichen Bereiche auch separat betrachtet werden können und die Verarbeitung und Kommunikation von Fachbegriffen im Vordergrund steht. Zum anderen besteht die Möglichkeit der Konzeption

der quantitativen Transparenzkriterien darin, eine Liste mit spezifischen Signalwörtern zu entwickeln (Bodnaruk et al. (2015)). Auch hierzu bedarf es einer objektiven wissenschaftlichen Grundlage. In der Literatur wird bspw. eine systematische Erfassung von Signalwörtern aus Fachpublikationen durchgeführt, auf deren Basis anschließend eine Liste mit Signalwörtern vorliegt, mit der Textdokumente analysiert werden können (Loughran und McDonald (2010)).

Neben der Frage nach geeigneten quantitativen Transparenzkriterien ist die Methodik der Auswertung für die Verwendung der quantitativen Analyse von besonderer Bedeutung. Zur Analyse einer größeren Anzahl von Geschäftsberichten bietet sich eine Zählung der Signalwörter "von Hand" nicht an.<sup>61</sup> Daher werden derartige Analysen mit einem automatisierten Verfahren durchgeführt (Hoberg und Phillips (2010)). Hierzu besteht die Möglichkeit auf kommerziell verfügbare Textanalyseprogramme<sup>62</sup> zurückzugreifen oder eigene Analysetools zu entwickeln. Eine eigene Entwicklung bietet den Vorteil, dass das Programm individuell und bedarfsorientiert auf das Analyseziel konzipiert werden kann (Hanley und Hoberg (2010)).<sup>63</sup>

### 3.2.2 Zur Aussagekraft von quantitativen Analyseansätzen

Quantitative Analyseansätze liefern eine reine Betrachtung der Häufigkeit von den zu untersuchenden Transparenzkriterien. Ihre Aussagekraft hängt stark mit der Wahl der jeweiligen Transparenzaspekte zusammen. Für Grafiken gilt hier eine reine Häufigkeit der Darstellung. Für den hier betrachteten Bereich der Transparenz ist davon auszugehen, dass grafische Darstellungen und auch deren Häufigkeit dazu beitragen in Textform erfasste Sachverhalte anschaulicher und damit transparenter darzustellen. Jedoch kann bezweifelt werden, dass ein Geschäftsbericht, der überwiegend aus Grafiken besteht, transparenter ist, als ein Textdokument mit Wörtern. Diese Beurteilung bezieht sich mehr auf die individuellen Präferenzen des Lesers als auf objektive nachprüfbare Kriterien (Mohan (2007)). Auf Basis der Vergleichbarkeit der im Fortgang dieser Arbeit gewonnen Analyseergebnisse, auch mit denen anderer potenziell folgenden Untersuchungen, bilden Grafiken keine geeignete

---

<sup>61</sup> Die oben beschriebenen Konzeptionen von Wortlisten führen zu Listen mit mehreren Tausend Wörtern. Diese alle manuell für die vorliegende Untersuchung in über 140 Geschäftsberichten zu analysieren, wäre mit einem erheblichen zeitlichen Aufwand und zahlreichen möglichen Fehlerquellen verbunden.

<sup>62</sup> Wie z.B. IBM-BigInsights als Big-Data Analysesoftware.

<sup>63</sup> Jedoch besteht auch hier die Gefahr möglicher individueller Fehlerquellen, auf die in Kapitel 3.2.3 näher eingegangen wird.

Grundlage und werden deshalb von der weiteren Betrachtung ausgeschlossen. Grafiken und Abbildungen werden als rein quantitative Transparenzaspekte auch in anderen wirtschaftswissenschaftlichen Untersuchungen bisher nicht angewendet (Hanley und Hoberg (2010)).

Signalwörter dagegen haben eine Aussage zur Häufigkeit und damit auch zur Eindringlichkeit der Kommunikation. Neben den oben beschriebenen Wortlisten mit Fachbegriffen der unterschiedlichen wirtschaftswissenschaftlichen Bereiche können Signalwörter auch nach ihrer Aussagekraft gewählt und klassifiziert werden, um anschließend eine Analyse von Textdokumenten durchzuführen. Signalwörterlisten, die beispielsweise nach Risikoaspekten oder Chancen klassifiziert sind, transportieren durch die Häufigkeit ihrer Verwendung andere kommunikative Aspekte für die Transparenz und beziehen sich dadurch besonders auf die Verarbeitung und Kommunikation von Informationen (Loughran und McDonald (2010)). Zentraler Fokus hierbei ist nicht die Kommunikation eines Inhaltes, sondern die Art und Weise der Kommunikation.<sup>64</sup> Dies entspricht auch dem an die quantitative Analyse formulierten Ziel der vorliegenden Arbeit und wird im Folgenden als zentraler Ansatz der quantitativen Analyse betrachtet.

### 3.2.3 Störeffekte und Verzerrungen

Die Ergebnisse der quantitativen Analyse können Störeffekte und Verzerrungen beinhalten. Diese können verschiedene Ursachen und Auswirkungen haben. Die bedeutendsten und für den weiteren Verlauf der Arbeit relevanten, werden im Folgenden kurz erläutert.

Wörter können eine negative oder positive Bedeutung und kommunikative Implikation haben. So kann das Wort „Dividende“ in Kombination mit „geringerer“ eine negative und in Kombination mit dem Wort „höhere“ eine positive Bedeutung haben. Insofern ist auf den Kontext bzw. die Wortzusammenhänge zu achten, um eine Bedeutung eines Wortes feststellen zu können. Darüber hinaus kann auch ein isoliert betrachtetes Wort eine positive als auch negative Implikation kommunizieren. So kann eine mehrfache Aufführung des Wortes „Risiko“ negativ zu werten sein, weil ein Risiko vorhanden ist und dieses angesprochen

---

<sup>64</sup> Abzugrenzen ist hierbei eine Kommunikation der Bedeutung/Verarbeitung eines Wortes auf Basis einer Liste mit Signalwörtern aus dem Bereich Kapitalmarkt: Beispielsweise das Wort „Dividende“. Je häufiger „Dividende“ in einem Geschäftsbericht genannt wird, desto bedeutender scheint die/das Thema Dividende für das publizierende Unternehmen zu sein. Das Wort „Risiko“ hingegen bezieht sich rein auf die Art und Weise der Kommunikation. Je häufiger dieses Wort erwähnt wird, desto bedeutender werden Risiken adressiert, ohne ein spezielles Risiko im Sinne der vorliegenden quantitativen Analyse näher zu betrachten.

wird. Andererseits ist es auch möglich, das Wort „Risiko“ in einen positiven Kontext zu setzen, indem die Kommunikation eines Risikos innerhalb eines Geschäftsberichts als Transparenz betrachtet wird.

Ein weiterer Störeffekt kann darin liegen, dass Wörter im Zählprozess mehrfach erfasst sein können. Hier ist das Wort „Ende“ beispielsweise auch im Wort „Dividende“ enthalten und kann so als kommunikatives Transparenzkriterium mehrfach mitgezählt werden. Diese Besonderheit ist als essentieller Bestandteil einer eingehenden Analyse zu betrachten.

Wörter mit inhaltlicher Bedeutung und reine Kommunikationswörter voneinander zu trennen und eine Differenzierung vorzunehmen ist nicht trivial. Dieser Vorgang bildet eine große Herausforderung und kann nicht rein objektiv durchgeführt werden. So kann das Wort „Aufgabe“ im Sinne einer zu bearbeitenden Herausforderung erfasst und verstanden werden, aber gleichzeitig auch im Sinne der Resignation bzw. dem Nicht-Weiterverfolgen. Hier ist die inhaltliche Bedeutung des Wortes nicht ohne Kontext zu verstehen und gleichzeitig ist eine Trennung zum Kommunikationswort nicht eindeutig durchzuführen.

Hinzu kommt, dass alle Wortformen, sowohl Zeitformen als auch passive und aktive Formulierungen, als Wort identifiziert und erfasst sein müssen. Je nach Komplexität des Wortes kann es hierbei Probleme mit der korrekten Zählung geben. Die genaue Länge des Signalwortes muss hierbei berücksichtigt werden. Andernfalls führt dies zu einer Verzerrung, wie oben bereits beim Beispielwort „Dividende“ dargestellt, dass Signalwörter mehrfach erfasst sind.

Ein weiterer möglicher Störeffekt liegt in der Implementierung der Analysemethodik. Sowohl bei der Verwendung einer kommerziellen Analysesoftware als auch bei der eigenen Entwicklung kann es zu Fehlzählungen oder dem Auftreten bzw. nicht korrekten Erfassen von den oben bereits dargestellten Störeffekten kommen. Dies kann nur durch mehrmaliges Überprüfen festgestellt werden.

### 3.3 Qualitative Ansätze

#### 3.3.1 Möglichkeiten der Anwendung

Qualitative Analyseansätze basieren auf einer inhaltlichen Untersuchung des Analysemediums bzw. im weiteren Verlauf dieser Arbeit der Geschäftsberichte. Hierbei geht es um Informationen, die Angaben zum Unternehmen, dem Geschäftsverlauf oder anderen Umständen und Entwicklungen enthalten, die für Investoren von Bedeutung sind. Im Gegensatz zu quantitativen Analyseansätzen und deren Aussagekraft ist es bei qualitativen Ansätzen deshalb nicht von Bedeutung, in welcher Form – Zahlen, Wörtern oder Grafiken – die Transparenzaspekte erfasst sind. Ziel ist nicht festzustellen, wie, sondern ob etwas kommuniziert wird. Um dies zu untersuchen ist ein standardisierter qualitativer Analyseprozess notwendig.

Diese Transparenzkriterien müssen systematisch erfasst und valide sein. Hier bietet sich eine Art Kriterien-/Checkliste an<sup>65</sup>. Da jedoch keine umfassende Liste an Transparenzkriterien für Geschäftsberichte existiert<sup>66</sup>, besteht die Notwendigkeit eigene Transparenzkriterien zu entwickeln.<sup>67</sup>

Qualitative Transparenzaspekte beziehen sich auf inhaltliche Angaben, die in Textform, Grafiken und Zahlen erfasst sein können (Hanley und Hoberg (2010)). Diese automatisiert anhand einer Software durch das Screening von Geschäftsberichten zu erfassen, ist kaum möglich, da hier nicht nur eine Analyse von Wortzusammenhängen erforderlich ist, sondern auch eine Bedeutungsanalyse. Eine derartige Software müsste intelligent vorgehen, eine ausschließliche Konzentration auf den Inhalt vornehmen und auch inhaltliche Angaben in Zahlen und Grafiken erfassen können. Angesichts der nicht einheitlichen Kommunikation der Transparenzaspekte und insbesondere der Transparenzkriterien kommt hier primär eine manuelle Auswertung in Frage.

Um diese qualitativen Transparenzkriterien entwickeln zu können, bedarf es einer anerkannten Methodik, die im folgenden Kapitel näher erläutert wird und die Basis für das weitere Vorgehen bildet.

---

<sup>65</sup> Die Checkliste könnte aus dem Umfeld des DCGK übernommen werden. Im DCGK sind jedoch nur wenige Kriterien erfasst, die auf den CG-Bericht im Geschäftsbericht konzentriert sind. Viele Teile des Geschäftsberichts, die für Investoren hinsichtlich der Transparenz von Bedeutung sind bleiben daher unberücksichtigt.

<sup>66</sup> Baetge (2012) hat eine Checkliste mit ersten inhaltlichen Kriterien für einen „guten“ Geschäftsbericht entwickelt.

<sup>67</sup> Die vorliegende Arbeit folgt damit der Vorgehensweise von Glaser und Strauss (1998).

### 3.3.2 Entwicklung von Transparenzkriterien

#### 3.3.2.1 Grounded Theory – Theoretischer Hintergrund

Zur Entwicklung von Transparenzkriterien im Rahmen einer qualitativen Analyse bedarf es eines systematischen Prozesses, der es zulässt, dass diese notwendigen Kriterien anhand eines nachvollziehbaren und wissenschaftlich belastbaren Vorgehens entwickelt werden. Hierzu bietet sich die von Glaser und Strauss (1967) im Ursprung entwickelte „Grounded Theory“ an, die im Folgenden theoretisch dargestellt und anschließend im Kontext der in dieser Arbeit durchgeführten Analyse plausibilisiert wird.

Glaser und Strauss (1967) entwickeln mit der Grounded Theory einen qualitativen Forschungsprozess. Im Gegensatz zum vielfach in der Wissenschaft praktizierten linearen Forschungsansatz, der auf einer Hypothesenformulierung aufbaut, über eine Methodenprüfung und anschließender Datengewinnung und -auswertung zu einer abschließenden Verifikation oder Falsifikation von Hypothesen führt, wird bei der Grounded Theory ein fortlaufender Austausch zwischen theoretischen Annahmen und gewonnenen Daten bzw. Erkenntnissen durchgeführt. Diese Wechselseitigkeit hat einen methodologischen Hintergrund. Bereits zu Beginn des 20. Jahrhunderts zeigt John Dewey (1916), dass menschliches Handeln als ganzheitlicher und nicht isolierter Prozess verstanden werden muss. Das bedeutet, dass ein auslösender Reiz Handlungen nicht alleine determiniert, sondern diejenigen Reize selektiv wahrgenommen werden, die für die jeweilige Handlung von Bedeutung sind (Alheit (1994)).

Joas (1988) kommt zu der Erkenntnis, dass Handlungen grundsätzlich mit einer Grundintention erfolgen, diese jedoch im Rahmen des Handlungsvollzugs revidiert werden können und der eigentliche Handlungszweck erst daraufhin herausgebildet wird. Wenn ein relativ unbekanntes Forschungsfeld analysiert werden soll, wie die qualitative Analyse in der vorliegenden Arbeit, bietet sich ein beschreibender wechselseitiger Prozess an, der offen für neue Erkenntnisse ist, die das angestrebte Ergebnis beeinflussen können (Glaser und Strauss (1979)).

Wissenschaftliche Untersuchungen bedürfen zu ihrer Anerkennung jedoch der Nachvollziehbarkeit. Daher ist ein gänzlich offenes Auseinandersetzen mit dem Forschungsfeld kaum möglich. Dennoch sollte der Handlungsvollzug eine zielstrebige Offenheit bzw. eine so genannte gerichtete Flexibilität haben (Alheit (1993)).

Hierbei sind hypothetische Vorannahmen über das neue bisher unbekannte Forschungsgebiet essentiell, jedoch können diese sich im Rahmen des Forschungsprozesses entwickeln bzw. verändern. Neue Informationen innerhalb des Forschungsprozesses führen zu einer Erweiterung und können am Ende zu anderen, vielleicht auch gegensätzlichen Ergebnissen führen, als dies in den hypothetischen Vorannahmen formuliert wird (Kelle (1994)).

Die Grounded Theory bietet demnach ein praktisches Vorgehen innerhalb eines detailliert zu verwendenden Verfahrens an, das sich während der letzten Jahrzehnte nochmals weiterentwickelt hat. Im Folgenden wird das Prozedere für die qualitative Analyse der vorliegenden Arbeit dargestellt.

### 3.3.2.2 Grounded Theory im Kontext der qualitativen Analyse

Zunächst ist es notwendig, die formulierten theoretischen Vorannahmen mit den im Forschungsprozess gewonnenen Daten zu konfrontieren (Kelle (1994)). Um in diesem Rahmen einen methodisch kontrollierten Prozess zu praktizieren, ist eine systematische Vorgehensweise unerlässlich. Hierzu wird ein strukturiertes Vorgehen nach Alheit (1999) verfolgt:

- Sensibilisierendes Konzept
- Erkundung des Forschungsfeldes
- Methodenwahl
- Theoretisches Sampling und erste Datenerhebungen
- Kodierprozess
- Entfaltung einer gegenstandsbezogenen Theorie

Wie Glaser und Strauss in ihren Untersuchungen praktizieren und Kelle (1994) bestätigt, erfolgt die Herangehensweise an ein neues Forschungsfeld nicht gänzlich ohne Vorannahmen. Heuristische Konzepte sollen hierbei erste Erkenntnisse im Kontext zum Forschungsfeld liefern und eine Basis für das weitere Vorgehen bilden. Das zügigere Entdecken von Besonderheiten und die selbstkritische Korrektur von Vorannahmen im Forschungsfeld sind Punkte, die für die Verwendung derartiger Konzepte sprechen. Der Forschungsprozess bildet somit einen sukzessiven Lernprozess.

Für die Durchführung der qualitativen Analyseansätze bedeutet dies, dass bereits Erkenntnisse zur grundsätzlichen Analyse von Geschäftsberichten vorliegen. Hierdurch gibt es Er-

fahrungen, welche Angaben in umfänglichen und informativen Geschäftsberichten vorhanden sind. Sollten sich im Rahmen der Feldanalyse andere Erkenntnisse ergeben, so werden diese Vorannahmen systematisch modifiziert bzw. ergänzt. Die in den Geschäftsberichten noch zu untersuchenden Kapitel sind relativ standardisiert und in ihrer Struktur homogen.

Die Erkundung des Feldes ist notwendig, da im Rahmen der Grounded Theory das Forschungsfeld inhaltlich nicht bekannt ist. Für eine Vorprüfung der Vorannahmen und das sensibilisierende Konzept ist ein Erstkontakt mit dem Forschungsfeld sinnvoll. Hierzu ist ein Top-down-Ansatz geeignet, der nach einer Betrachtung des globalen Rahmens alle Ebenen bis zu den einzelnen Akteuren innerhalb des Forschungsfeldes erfasst. Die Ebene der Akteure kann nochmals in die Unterebenen Makro, Meso und Mikro differenziert werden. Diese Unterteilung kann helfen, die eigene Forschungsfrage zuzuordnen und besser zu verstehen. Außerdem können die zu analysierenden Daten priorisiert werden (Alheit (1994)).

Im Rahmen einer wie in dieser Arbeit durchgeführten qualitativen Analyse von Geschäftsberichten, hat es im Zuge der quantitativen und qualitativen Analyse auf Basis einer vorhandenen Checkliste bereits einen Erstkontakt mit dem Forschungsfeld gegeben. Diese kann als grundsätzliche Basis verwendet werden. Eine Trennung nach Analyseebenen hat ebenfalls bereits stattgefunden und das Forschungsfeld ist mit Kapiteln innerhalb der Geschäftsberichte bereits eindeutig eingegrenzt. Da diese Kapitel relativ standardisiert aufgebaut sind, lassen sich hieraus wertvolle Erkenntnisse zu informativen Inhalten ableiten.

Die Methodenwahl bildet einen wichtigen Schritt und nur bestimmte Methoden lassen sich im gewählten Forschungsfeld anwenden. Die beiden zuvor durchgeführten Schritte bilden hierfür die Grundlage. Auch im Rahmen der Grounded Theory ist es möglich, qualitative mit quantitativen Teiluntersuchungen zu kombinieren: So können beispielsweise repräsentative Stichproben aus quantitativen Studien in Kombination mit den Erkenntnissen aus qualitativen Interviews wertvolle Erkenntnisse liefern. Kleinig (1995) differenziert hinsichtlich der Methodenwahl zwei mögliche Vorgehensweisen, die sich im Verhältnis zwischen Forscher und Forschungsgegenstand unterscheiden. Die Wahl und Eignung der Methode hängt im Wesentlichen davon ab, wie der Forschungsgegenstand analysiert werden soll. Die Hermeneutik in der qualitativen Sozialforschung als erste mögliche Methode wird auch als Deutungskunst bezeichnet und insbesondere zur Deutung von Texten verwendet. Die Heuristik hingegen wird als die Wissenschaft des Entdeckens bezeichnet und kann auf

jegliche Arten von Daten angewendet werden. Ihr Vorteil ist, dass sie auch Unbekanntes entdecken kann und gänzlich neue Forschungsbereiche erschließt (Kleining (1995)).

Die von Kleining (1995) adressierten Prinzipien zur Forschungsdurchführung werden auch in dieser Arbeit berücksichtigt und angewendet. Im Hinblick auf die durchzuführende qualitative Analyse von Texten in den Geschäftsberichten und ersten vorliegenden Erkenntnissen auf Basis einer Checkliste wird die Hermeneutik als geeignete Analysemethodik angesehen. Durch ihre Anwendung wird es möglich sein, weitere Transparenzkriterien für die im Rahmen der vorhandenen Checkliste nicht betrachteten Geschäftsberichtskapitel zu formulieren. Ziel der vorliegenden Arbeit ist, an dieser Stelle zu analysieren, ob diese Transparenzkriterien in der Stichprobe von Geschäftsberichten vorkommen und ob Änderungen des Qualitätsgehalts bzw. der Transparenzintensität vor und nach Einstieg eines Finanzinvestors erkennbar sind. Das Dialogprinzip beschreibt den engen Austausch zwischen Forscher und Forschungsgegenstand und ermöglicht hierdurch die Vermeidung einer einseitigen subjektiven Analyse des Forschungsgegenstandes. Das Prinzip der Offenheit der Forschungsperson kommuniziert die Notwendigkeit, dass der Forscher trotz seiner getroffenen Vorannahmen offen sein soll und mögliche Änderungen dieser Vorannahmen zum Forschungsgegenstand berücksichtigen und notfalls auch die eigene Meinung anzupassen bzw. zu verwerfen. Die Offenheit des Forschungsgegenstandes ist unter dem dritten Prinzip zusammengefasst und beschreibt, dass der Forschungsgegenstand bis zu seiner endgültigen Entdeckung lediglich vorläufig beschrieben werden kann. Bis zu der endgültigen Entdeckung ist es lediglich möglich, den Forschungsgegenstand vorläufig zu beschreiben und er sollte hierbei als sich im Laufe des Forschungsprozess entwickelnd verstanden werden. Dies ist im vorliegenden Fall nicht vollumfänglich möglich, da durch die Geschäftsberichtskapitel ein vordefiniertes Medium zur Verfügung steht. Hinsichtlich der zu untersuchenden Kriterien besteht wiederum vollkommene Offenheit – dies bildet auch den Fokus des vorliegenden Analyseprozesses.

Das theoretische Sampling und die erste Datenerhebung ist ein überaus bedeutender Schritt im Rahmen der qualitativen Analysen nach der Grounded Theory. Die Datenerhebung muss nachvollziehbar und gültig sein. Ausgehend von der formulierten Forschungsfrage bilden solche Informationen im Forschungsfeld den Fokus, die zur Beantwortung dieser Frage wesentliche (oder neue) Informationen beitragen können. Zum Start einer solchen Analyse liefert die Betrachtung von Kontrastfällen mögliche wertvolle erste Erkenntnisse. Auf diese

Weise wird es möglich, einen ersten Eindruck des zu betrachtenden Spektrums zu erhalten. Bei der Durchführung von Interviews mit Mitarbeitern eines Unternehmens, bietet es sich beispielsweise an, den Vorstandsvorsitzenden und einen Sachbearbeiter<sup>68</sup> zuerst zu befragen oder einen Mitarbeiter vor dem Ruhestandsalter und einen Berufseinsteiger. Beiden Möglichkeiten zeigen Kontrastbetrachtungen und werden mit weiteren Erkenntnissen des Forschungsfeldes solange ergänzt, bis keine weiteren Erkenntnisse mehr hinzukommen (Küsters (2009)).

Diese Vorgehensweise findet auch bei der Betrachtung der Geschäftsberichte Anwendung und wird in Kapitel 4.2.2 eingehend erläutert.

Der Auswertungsprozess oder Kodierprozess beginnt nach Glaser und Strauss (1979) direkt mit dem ersten Kontakt des Untersuchungsgegenstands. Hierbei ist es von Bedeutung, Ideen und neue Eindrücke zu dokumentieren. Diese neuen Eindrücke können für das weitere Vorgehen von Bedeutung sein, müssen dies aber nicht. Um die so gewonnenen neuen Eindrücke systematisch auswerten zu können, formulieren Glaser und Strauss (1979) ein Verfahren namens „Coding“. Dieses Verfahren sieht vor, nicht von vornherein direkt festgelegte Kategorien für die Datenanalyse zu verwenden, sondern diese im Laufe des Analyseprozesses zu entwickeln und so auch unerwartete Strukturen identifizieren zu können. Die Grounded Theory arbeitet nach dem Verfahren, Analysekatoren sukzessive während des Analyseprozesses aufzubauen (Strauss (1991)). Für die Durchführung dieses Prozesses verfolgen Strauss und Corbin (1990) drei Analysephasen: Das offene Kodieren, das axiale Kodieren und das selektive Kodieren. Das offene Kodieren empfiehlt eine freie (ohne Regeln) Lösung von den vorliegenden Daten und eine permanente Einbeziehung von Kontextwissen. Möglicherweise wird bereits in dieser ersten Phase ein Beziehungsgeflecht an Kategorien sichtbar. Beim axialen Kodieren werden erste Kategorien auf einer „Achse“ festgehalten und können näher beschrieben bzw. charakterisiert werden. Das Verfahren des immer wiederkehrenden Vergleichs wird hier wie beim theoretischen Sampling praktiziert. Die dritte Phase des selektiven kodieren beinhaltet die Bestimmung einer Kernkategorie, auf die alle Unterkategorien bezogen werden können. Die Kernkategorie bildet dann die Grundlage für die Theoriebildung (Strauss (1991)).

---

<sup>68</sup> Oder einen anderen Mitarbeiter der unteren Hierarchiestufen zu befragen, der aufgrund der konträren Position im Unternehmen ganz andere Erfahrungswerte berichten kann.

Der Auswertungsprozess wird auch bei der in dieser Arbeit durchgeführten qualitativen Analyse angewendet. Auf Basis der zu untersuchenden Geschäftsberichtskapitel können Kategorien an Transparenzkriterien gebildet werden, die einer Gewichtung im späteren Analyseprozess unterzogen werden könnten. Eine vollkommene Loslösung von dem Untersuchungsgegenstand ist auf Basis der Geschäftsberichte und der formulierten Forschungsfrage dieser Arbeit nur bedingt sinnvoll. Dies wird dennoch praktiziert, um das methodische Vorgehen nach Glaser und Strauss einzuhalten. Dennoch werden hierdurch keine weiteren signifikanten Erkenntnisse für die qualitative Analyse identifiziert. Dies ist insbesondere damit zu begründen, dass es sich bei den zu analysierenden Geschäftsberichtskapiteln nicht um ein gänzlich unbekanntes Forschungsfeld handelt.<sup>69</sup>

Die Entfaltung einer gegenstandsbezogenen Theorie bildet den letzten Schritt des Vorgehens im Rahmen der Grounded Theory. Hierbei ist es von Bedeutung auf Grundlage der zuvor gebildeten Kernkategorie eine praktisch nützliche Theorie zu formulieren. Dieser Ansatz ist für die durchzuführende qualitative Analyse nur insofern von Bedeutung, um die im Rahmen der Grounded Theory gewonnene Theorie mit der Forschungsfrage dieser Arbeit zu vergleichen. Dieser Bezug auf die Investorenkommunikation ist auch vor dem Hintergrund engagierter Private Equity Investoren möglich und bildet damit eine solide Grundlage für die weitere Vorgehensweise.

### 3.3.3 Zur Aussagekraft von qualitativen Analyseansätzen

Qualitative Analyseansätze können eine sehr tiefgehende Aussagekraft zur Transparenz haben. Da bei diesem Analyseansatz inhaltliche Aspekte erfasst werden, zeigt sich ob ein Unternehmen Angaben zu bestimmten Tatsachen und Entwicklungen formuliert. Qualitative Transparenzkriterien können somit auch im Vergleich zwischen Unternehmen betrachtet werden und eine Transparenz-Rangliste könnte erstellt werden.

Hinsichtlich der Aussagekraft qualitativer Transparenzkriterien wird deutlich, dass die Angaben innerhalb des CG-Berichts nicht ausreichend sind und hier auch eine Erweiterung über den Teil des DCGK hinaus notwendig ist und mit ihr auch eine Teilung in unter-

---

<sup>69</sup> Die Grounded Theory bildet hier trotzdem eine gute Herangehensweise, um eine umfassende Analyse durchführen zu können. Das spätere Feststellen und Fehlen von Transparenzmerkmalen würde die in Kapitel 4.4 durchgeführte statische Auswertung der qualitativen Analyse in ihrer Repräsentativität deutlich einschränken.

schiedliche Teilbereiche, um aussagekräftige qualitative Transparenzkriterien formulieren zu können. Hierdurch wird deutlich, dass nicht die Erwähnung einer Thematik von Bedeutung ist, sondern auch die Stelle, an der die Thematik oder der Umstand Erwähnung finden. Dies ist von besonderer Wichtigkeit und trägt zur Transparenz bei, weil hierdurch eine fokussierte Analyse für den Leser/Investor ermöglicht wird. Für die vorliegende Analyse von Geschäftsberichten führt dies beispielsweise dazu, dass die Anzahl der Sitzungen des Aufsichtsrats im „Bericht des Aufsichtsrats“ genannt werden sollten. Wenn ein interessierter Investor sie nachlesen möchte, sollten sie hier Erwähnung finden und nicht an einer anderen Stelle innerhalb des Geschäftsberichts. Trotz dieser fokussierten Analyse sind Mehrfachnennungen möglich und senken den Transparenzgehalt des Geschäftsberichts im Ganzen nicht.<sup>70</sup>

Aufgrund der genannten Erweiterung der Transparenzaspekte lässt sich die Aussagekraft des Analyseansatzes dadurch verändern, dass eine Gewichtung der einzelnen Transparenzkriterien festgelegt wird. Dies kann aber neben einer durchaus sinnvollen Priorisierung zu möglichen Verzerrungen in der Auswertung führen. Bisher sind qualitative Analyseverfahren auf die Erfassung inhaltlicher Aspekte ausgerichtet und berücksichtigen nicht den Umfang bzw. die Intensität der Wiedergabe. Beispielsweise kann die „Strategie des Unternehmens“ mehr oder weniger ausführlich erläutert und dargestellt werden. Vordergründiges Kriterium ist, ob sich hierzu Ausführungen finden. Wie umfangreich diese sind, ist grundsätzlich nicht Hauptbestandteil der qualitativen Analyse, kann aber durch weitere untergeordnete Transparenzkriterien zur Aussagekraft beitragen (Glaser und Strauss (1998)).

Der Überführung der qualitativen Transparenzkriterien in eine Checkliste kommt für die Analyse somit eine nennenswerte Bedeutung zu. Hinsichtlich dieser finalen Checkliste haben die qualitativen Ansätze eine hohe Aussagekraft für den Transparenzgehalt eines Geschäftsberichts.

### 3.3.4 Störeffekte und Verzerrungen

Auch im Bereich der qualitativen Analyseansätze können Störeffekte und Verzerrungen auftreten. Grundsätzlich können diese zu einer fehlerhaften oder verzerrten Analyse führen und damit die Analyseergebnisse beeinflussen. Insbesondere nicht korrekt gewählte qualita-

---

<sup>70</sup> Siehe hierzu auch Kapitel 3.3.4.

tive Transparenzkriterien und daraus resultierend eine fehlerhafte Checkliste kann dazu führen, dass fälschlicherweise ein hoher Transparenzgrad ausgewiesen wird, weil nur unzureichend auf Transparenz geprüft wird.

Außerdem können einzelne Transparenzkriterien doppelt berücksichtigt werden. Hierbei ist es besonders wichtig, ein Medium zu analysieren, das über die Zeit und verschiedene Unternehmen hinweg in seiner Struktur gleich ist. Dies ist bei Geschäftsberichten gegeben. Jedoch kann es sein, dass einzelne qualitative Transparenzkriterien in unterschiedlichen Kapiteln mehrfach genannt sind. Dies könnte das Analyseergebnis aber nur marginal beeinflussen, da der grundsätzliche Transparenzgedanke gewahrt bleibt und eine Mehrfachnennung für einen fokussierten Leser von Vorteil sein kann.

Zudem ist es möglich, dass die aus qualitativen Transparenzkriterien bestehende Checkliste durch eine fehlerhafte Konzeption zu Verzerrungen führt. So können Transparenzkriterien an der falschen Stelle bzw. im falschen Kapitel eines Textdokuments bzw. Geschäftsberichts untersucht werden. Hier könnte eine Untersuchung von Teilstichproben auf Basis der einzelnen Gliederungsbestandteile des Textdokuments dazu führen, dass Thematiken falsch erfasst sind. Eine gezielt konzipierte und auf die einzelnen Kapitel eines Geschäftsberichts ausgerichtete Checkliste könnte diesen Verzerrungen vorbeugen.

Eine Gewichtung der qualitativen Transparenzkriterien könnte den zuvor genannten Verzerrungseffekt nochmals verstärken. Darüber hinaus können sich bei Wahl einer Gewichtung der qualitativen Transparenzkriterien zusätzliche/verstärkte fehlerhafte Verzerrungen ergeben. Wird einem Aspekt mehr Bedeutung beigemessen als einem anderen, so stellt sich die Frage, worauf diese Prioritätensetzung basiert.

Sowohl bei der automatisierten als auch bei der manuellen Auswertung der konzipierten Checkliste kann es zu Fehlzählungen und Fehlinterpretationen von Inhalten kommen. Um dies bestmöglich zu vermeiden, ist eine eindeutige Formulierung der qualitativen Transparenzkriterien notwendig. Trotz dieser möglichen Eindeutigkeit sind die Ausführungen und damit auch die Erfüllungen der Transparenzkriterien verschieden (interpretierbar). Hier können inhaltliche Transparenzkriterien mehr oder weniger ausführlich aufgeführt sein. Diese Ausführlichkeit findet bei qualitativen Analyseansätzen jedoch keine Berücksichtigung (Glaser und Strauss (1998)).

### 3.4 Zusammenfassung

In einer Zusammenschau lässt sich festhalten, dass sowohl quantitative als auch qualitative Analyseansätze hinsichtlich ihrer Anwendungsmöglichkeiten und Aussagekraft für die vorliegende Arbeit von Relevanz sind und angewendet werden können. Aufgrund ihres bisher fehlenden Einsatzes im Bereich der Wirtschaftswissenschaften,<sup>71</sup> bedürfen die qualitativen Analyseansätze einer Transformation bzw. selektiven Erweiterung.

Bei der Durchführung der quantitativen Analyse kann auf Erkenntnisse aus bereits durchgeführten wissenschaftlichen Analysen zurückgegriffen werden. Besonderes Augenmerk gilt jedoch der Konzeption der Wortliste. Diese muss wissenschaftlichen Ansprüchen genügen und die Verarbeitung und Kommunikation von Informationen berücksichtigen. Auf eine Berücksichtigung von Wörtern mit inhaltlichen Bedeutungen für die Unternehmen kann verzichtet werden, da inhaltliche Transparenzkriterien in der qualitativen Analyse umfangreich Beachtung finden. In Rahmen der quantitativen Analyse wird demnach ausschließlich eine Untersuchung von Wörtern durchgeführt, die die Kommunikation von Informationen betreffen. Für die methodische Auswertung ist ein automatisiertes Verfahren notwendig, das die Forschungsziele bestmöglich verfolgt und mögliche Verzerrungen und Störeffekte berücksichtigt. Insbesondere die Beachtung des Wortkontexts, der Wortformen und Zeitformen sollen gewährleistet sein. Hinzu kommt die korrekte Erfassung von inkludierten Wörtern.

Bei der qualitativen Analyse kann methodisch nicht auf Erfahrungswerte aus dem Bereich der Wirtschaftswissenschaften zurückgegriffen werden. Hier existiert auch kein verallgemeinerbares Verfahren zur Entwicklung von Transparenzkriterien. Insofern ist auf eine vorhandene Checkliste zurückzugreifen oder ein eigenes Analyseverfahren zu implementieren, das die inhaltlichen Aspekte sowohl in Form von Wörtern, Zahlen als auch Grafiken erfasst. Ein eigenes Analyseverfahren muss auf einer objektiven und wissenschaftlichen Grundlage basieren. Hier ist insbesondere auf die Wahl der qualitativen Transparenzkriterien zu achten. Diese müssen in Struktur und Bedeutung einheitlich und eindeutig formuliert sein. In diesem Rahmen bildet die von Glaser und Strauss (1967) entwickelte Grounded Theory einen methodischen Ansatz, um qualitative Transparenzkriterien zu formulieren und eine umfassende Transparenzcheckliste zu erstellen. Eine Analyse von Teilstichproben, auch in Form der Geschäftsberichtskapitel, muss im weiteren Verlauf der Untersuchung

---

<sup>71</sup> Eine Ausnahme bildet hierbei die Industrie-Checkliste von Baetge (2012).

möglich sein. Außerdem sind Störeffekte und Verzerrungen zu berücksichtigen. Insbesondere ist eine Gewichtung der qualitativen Transparenzkriterien zu prüfen und eine automatisierte mit einer manuellen methodischen Auswertung abzuwägen. Bei letzterem muss auf die Möglichkeit von Fehlinterpretationen eingegangen und diese Problematik weitestgehend vermieden werden.

Abschließend ist in Tabelle 4 eine Übersicht der Verwendungsmöglichkeiten, der Aussagekraft und möglicher Störeffekte und Verzerrungen für die quantitative und qualitative Analyse dargestellt. Es wird deutlich, dass mit beiden Analyseansätzen komplementäre Aspekte erfasst und untersucht werden. Ziel ist es, anhand der beiden komplementären Ansätze eine möglichst umfassende Transparenzuntersuchung der Investorenkommunikation durchzuführen.

Tabelle 4: Zusammenfassung qualitative und quantitative Analyse-Ansätze

<b>Quantitative Analyse</b>	
<u>Anwendungsmöglichkeiten</u>	Identifikation von Signalwörtern in Textdokumenten anhand einer Wortliste und eines manuellen/automatisierten Analyseverfahrens
<u>Aussagekraft</u>	Reine Häufigkeitsbetrachtung der Transparenzkriterien vornehmlich anhand von Signalwörtern; Kommunikative Darstellung von Chancen und Risiken
<u>Störeffekte und Verzerrungen</u>	Bedeutung und kommunikative Implikation berücksichtigen, Mehrfacherfassung von Signalwörtern beachten, inhaltsbezogene Wörter exkludieren, Wort- und Zeitformen berücksichtigen, zielgerichtete Analysemethodik notwendig
<b>Qualitative Analyse</b>	
<u>Anwendungsmöglichkeiten</u>	Identifikation von Wörtern, Grafiken und Zahlen mit inhaltlicher Bedeutung in Textdokumenten anhand von Transparenzkriterien und einer manuellen/automatisierten Bedeutungsanalyse
<u>Aussagekraft</u>	Betrachtung inhaltlicher Aspekte zu Entwicklungen und Umständen, bei der die Stellung der Nennung von Bedeutung sein kann; Checkliste inhaltlicher Kriterien
<u>Störeffekte und Verzerrungen</u>	Falsche oder doppelte Erfassung von Transparenzkriterien, Fehlerhafte Checklisten-Konzeption, dezidierte Analysemethodik verwenden

Quelle: Eigene Darstellung (2016).

## 4 Transparenzveränderungen bei Private Equity Portfoliounternehmen

### 4.1 Theoretische Grundlagen

Entsprechend den Erläuterungen und Definitionen in den vorherigen Kapiteln wird deutlich, dass Private Equity in Deutschland eine zunehmende Verknüpfung mit den Themen der Corporate Governance hat. Insbesondere Corporate Governance Mechanismen gewinnen an öffentlicher Aufmerksamkeit und werden als Werttreiber von Private Equity Investoren zunehmend eingesetzt (Lerner et al. (2011)).

Ziel dieses Kapitels ist es, festzustellen, ob Transparenzveränderungen während des Engagements von Private Equity Investoren bei börsennotierten Unternehmen in Deutschland zu erkennen sind. Unter Nutzung der in Kapitel 3 dargestellten quantitativen und qualitativen Analyse-Ansätze werden Geschäftsberichte deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften mit Private Equity Investoren als Eigentümer systematisch untersucht. Zu diesem Zweck wird eine eigene Stichprobe an Private Equity Transaktionen (Deals) konzipiert und für diese eine quantitative und qualitative Transparenzanalyse durchgeführt. Diese Analysen werden in einem ersten Schritt separat und getrennt voneinander betrachtet. Nach der Durchführung dieser quantitativen und qualitativen Transparenzanalyse werden Teilstichproben konzipiert und betrachtet sowie die daraus gewonnen Erkenntnisse ausgewertet. Auf diese Weise wird es möglich sein, nach Transparenzaspekten der Verarbeitung und Kommunikation von Informationen und inhaltlichen Transparenzaspekten zu differenzieren. Bei letzterem sollen auch die verschiedenen Kapitel der Geschäftsberichte getrennt voneinander analysiert werden, um die Unterschiede hinsichtlich der individuellen inhaltlichen Prägung der einzelnen Kapitel zu verdeutlichen (Hanley und Hoberg (2010)). Abschließend werden die Ergebnisse der Analysen verglichen und auf aggregierter Ebene betrachtet.

Es ist nicht das Ziel der folgenden Untersuchung die Erklärungsfaktoren für bestimmte Transparenzveränderungen zu formulieren, sondern die Transparenzveränderungen bei Private Equity Deals in Deutschland darzustellen und hinsichtlich ihrer Art, ihres Vorkommens und ihrer Intensität zu klassifizieren bzw. die Veränderungen vor und nach dem Deal darzustellen.<sup>72</sup> Die Art der Transparenzveränderungen bezieht sich auf die Frage, ob quantitative oder qualitative Transparenzkriterien vorliegen. Das Vorkommen beschreibt die Stel-

---

<sup>72</sup> Die hier vorgeschlagene Klassifizierung ist selbst abgeleitet, um die Erkenntnisse systematisch erfassen zu können. Es bieten sich auch andere Klassifizierungen an, die jedoch angesichts der im weiteren Verlauf der Arbeit durchgeführten quantitativen und qualitativen Analysen keine geeigneten Ergebnisse liefern, um diese auf aggregierter Ebene vergleichen zu können.

le der Nennung dieser Transparenzveränderungen innerhalb der Geschäftsberichte. Die Intensität bzw. Häufigkeit der Transparenzveränderungen zeigt, in welchem Maße diese innerhalb der Geschäftsberichte oder der Geschäftsberichtskapitel vorzufinden sind. Auf diese Weise sollen Erkenntnisse dazu gewonnen werden, ob quantitative und qualitative Transparenzveränderungen vor und nach dem Einstieg der Finanzinvestoren vorliegen und in welcher Form diese vorliegen.<sup>73</sup>

Neben den bereits in den vorherigen Kapiteln dargestellten theoretischen Grundlagen werden die methodischen Vorgehensweisen im Folgenden detailliert dargestellt und erläutert. Im Rahmen der qualitativen Analyse wird hierzu eine Analysemethodik mit Hilfe eines iterativen Verfahrens nach Glaser und Strauss (1968) entwickelt (vgl. Kapitel 3.3.2) und dargestellt, um die inhaltlichen/qualitativen Transparenzkriterien systematisiert und objektiv erfassen zu können. Diese eigens entwickelte Analysemethodik wird mit einer bereits in der Literatur praktizierten Analysegrundlage kombiniert und bildet in dieser aggregierten Form zusätzliche Erkenntnisse über Transparenzveränderungen in Geschäftsberichten von Private Equity Portfoliounternehmen.

## 4.2 Stichprobendesign

### 4.2.1 Datengewinnung und Datengrundlage

Die für die Untersuchung konzipierte Stichprobe ist aus einer eigenen Recherche von Engagements von Private Equity Investoren bei deutschen börsennotierten Unternehmen entstanden. Als Ausgangspunkt der Analyse dient eine Datenbank des BVK, in der Private Equity Transaktionen von börsennotierten Gesellschaften in Deutschland ab dem Jahr 1998 bis zum Jahr 2012 erfasst sind. Bei einer selektiven Überprüfung innerhalb dieser vom BVK erfassten Deals ist festzustellen, dass einzelne Transaktionen nicht aufgeführt sind und die Deals für das Jahr 1998 von der weiteren Betrachtung auszuschließen sind. Die in der Datenbank des BVK nicht erfassten Deals werden mit Hilfe der Hoppenstedt-Firmendatenbank ergänzt, um die Stichprobe an Transaktionen zu vervollständigen. Der Ausschluss der Deals für das Jahr 1998 resultiert aus den Erkenntnissen, die in Kapitel 2 erläutert sind, insbesondere, weil die OECD-Grundsätze für Corporate Governance erst

---

<sup>73</sup> Die Formulierungen vor/nach der Transaktion/Deal und vor/nach dem Einstieg des Investors werden im Folgenden synonym verwendet.

1999 in Kraft getreten sind. Da die ersten Vorläufer des DCGK im Jahr 2000 verfasst werden, sind auf Basis einer deutschen Stichprobe auch die Transaktionen aus dem Jahr 1999 von der weiteren Betrachtung auszuschließen. Daraus resultierend wird ein Zeitraum ab dem Jahr 2000 bis 2012 betrachtet.

Unter Einbezug des elektronischen Bundesanzeigers und den Daten der Deutschen Börse AG wird die Stichprobe nochmals hinsichtlich ihrer Vollständigkeit überprüft.<sup>74</sup> Abschließend steht somit eine Liste mit allen Private Equity Investitionen in börsennotierte Unternehmen in Deutschland vom Jahr 2000 bis zum Jahr 2012 zur Verfügung.

Da bei der durchzuführenden Analyse auf Daten ab dem Jahr 2000 zurückgegriffen wird, sind diese vergangenheitsbezogenen Daten und Geschäftsberichte zusammenzutragen. Für Gesellschaften, die zum Zeitpunkt der Analysedurchführung noch börsennotiert sind, können die Geschäftsberichte über die Unternehmenswebsite im Bereich Investor Relations heruntergeladen werden oder aber über einen telefonischen Kontakt mit den zuständigen Mitarbeitern im Bereich Investor Relations postalisch angefordert werden. Für Unternehmen, die im Laufe des Analysezeitraums ein Delisting erfahren, fusioniert sind oder Insolvenz anmelden müssen, ist die Beschaffung der benötigten Geschäftsberichte diffiziler. Grundsätzlich müssen die Geschäftsberichte zur weiteren Analyse in einem Standard pdf-Format vorliegen und in deutscher Sprache verfasst sein. Eine Beschaffung der fehlenden Geschäftsberichte wird über die Datenbank HV-Info<sup>75</sup> durchgeführt. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass nicht zu allen Deals Geschäftsberichte zur Verfügung stehen oder nicht in der Form und dem elektronischen Format, das für eine weitere Bearbeitung notwendig ist. Eine ausführliche Beschreibung dieser finalen Stichprobensammensetzung wird in Kapitel 4.2.3 vorgenommen.

Zusammenfassend werden somit alle für den Deal-Zeitraum 2000 bis 2012 zur Verfügung stehenden Geschäftsberichte zusammengetragen und im Folgenden einer quantitativen und qualitativen Transparenzanalyse unterzogen.

---

<sup>74</sup> Hierzu werden Daten auf [www.deutsche-boerse.com](http://www.deutsche-boerse.com) und [www.ebundesanzeiger.de](http://www.ebundesanzeiger.de) recherchiert, betrachtet und ausgewertet.

<sup>75</sup> Die Datenbank [hv-info.de](http://hv-info.de) kann über das Internet abgerufen werden und stellt auch für Unternehmen, die nicht mehr an der Börse notiert sind Geschäftsberichte ab dem Jahr 1998 zur Verfügung.

#### 4.2.2 Vorgehensweise der Analyse

Für die vorliegende Untersuchung ist neben den erforderlichen Daten und Medien auch eine einheitliche Analysestruktur für die Geschäftsberichte notwendig. Zum Zweck der Beurteilung von Informationsgehalt und Investorenkommunikation werden die Geschäftsberichte des gekauften börsennotierten Unternehmens<sup>76</sup> im Kalenderjahr vor dem Einstieg des Investors und im Kalenderjahr nach dem Einstieg des Investors miteinander verglichen und auf Transparenzveränderungen untersucht. Hierbei wird unterstellt, dass der Investor im Jahr seines Einstiegs bei einem Unternehmen noch keinen nennenswerten Einfluss auf die Gestaltung und Informationskommunikation im Geschäftsbericht ausübt.

Zur quantitativen Analyse der vorliegenden Geschäftsberichte werden Signalwörter oder eine Wortliste benötigt, die in objektiver und valider Form eine Untersuchung der Geschäftsberichte hinsichtlich einer Transparenzveränderung bzw. Investorenkommunikation ermöglichen. Die Konzeption einer eigenen Wortliste oder die Übernahme einer bereits verwendeten Wortliste bilden hier die Optionen der Datengrundlage.<sup>77</sup> Im Gegensatz zur Notwendigkeit der teilweisen Eigenentwicklung der Transparenzanalysekriterien im Rahmen der qualitativen Analyse, kann bei der quantitativen Analyse auf bewährte wissenschaftliche Standards zurückgegriffen werden (Ferris et al. (2012)). Außerdem besteht bei einer eigens entwickelten Wortliste der Kritikpunkt der Unvollständigkeit der Wortliste. Hinzu kommen Unklarheiten bzgl. des Umfangs der Wortliste und der Gewichtung einzelner Wort-Bereiche. Durch die Verwendung einer bereits in der Literatur anerkannten bzw. verwendeten Wortliste lassen sich diese Kritikpunkte vermeiden.

In der deutschsprachigen wirtschaftswissenschaftlichen Literatur existiert eine derartige Wortliste jedoch nicht. Verfügbar sind sie nur in englischer Sprache und können somit nicht direkt auf die Geschäftsberichte deutscher Aktiengesellschaften, die nicht alle englischsprachige Ausführungen ihrer Geschäftsberichte verfassen, angewendet werden.

Als praktikable Lösung erscheint die Verwendung der aggregierten und im Journal of Finance bereits angewandten McDonald Wortliste (Loughran und McDonald (2013, 2014)). Diese Liste berücksichtigt keine inhaltlich geprägten Wörter, sondern Wörter, die sich auf die Verarbeitung und Kommunikation von Informationen beziehen. Ein besonderer Fokus von McDonald liegt hierbei auf Risikoaspekten. Dies ist auch für die vorliegende Arbeit

---

<sup>76</sup> Im Rahmen der folgenden Analyse auch als „Target“ bezeichnet.

<sup>77</sup> Vgl. hierzu Kapitel 3.2.1.

von Bedeutung, da die Kommunikation von Risikoaspekten in besonderem Maße zu erhöhter Transparenz beiträgt (Loughran und McDonald (2011)). Da diese Wortliste ausschließlich englische Wörter beinhaltet, wird jedes Wort inklusive der verschiedenen Wortformen und -stämme ins Deutsche übersetzt. Dies führt zu einer ins Deutsche übersetzten Wortliste mit 6.196 Signalwörtern, anhand dieser die Geschäftsberichte durchsucht werden können. Ein häufiges Vorkommen der Signalwörter signalisiert dabei eine erhöhte Transparenz oder bessere Investorenkommunikation.

Für die Durchführung der qualitativen Analyse ist eine Kriteriencheckliste<sup>78</sup> mit inhaltlichen Transparenzkriterien notwendig. Diese Checkliste muss den Anforderungen der gewählten Stichprobe genügen und die Möglichkeit bieten, diese über den Untersuchungszeitraum hinweg auf inhaltliche Transparenzkriterien prüfen zu können. Die Geschäftsberichte aus den im Zeitraum 2000 bis 2012 identifizierten Private Equity Deals bei börsennotierten Unternehmen bilden auch bei der qualitativen Analyse die Datengrundlage. Auch bei dieser Analyseform existieren die Möglichkeiten der Verwendung einer bestehenden Checkliste und der Entwicklung einer eigenen Checkliste. Wohingegen die Herausforderungen bei der Verwendung einer bestehenden Checkliste darin liegen, eine geeignete Checkliste zu finden, die auf das Medium Geschäftsbericht von deutschen Unternehmen angewendet werden kann und inhaltliche Transparenzkriterien berücksichtigt, ist diese bei der Entwicklung einer eigenen Checkliste darin zu sehen, dass hierbei subjektive und/oder nicht valide Kriterien formuliert werden. Durch eine Literaturrecherche kann die Industrie-Checkliste von Baetge (2012) als mögliche Checkliste identifiziert werden. Auf Basis dieser Checkliste werden jedes Jahr Geschäftsberichte deutscher börsennotierter Unternehmen prämiert. Die Checkliste beinhaltet umfassend inhaltliche Transparenzkriterien und Informationen und ist speziell für das Medium Geschäftsbericht konzipiert. Sie dient daher als Grundlage der qualitativen Analyse der vorliegenden Arbeit. Ziel der qualitativen Analyse ist es, das Vorkommen von inhaltlichen und fundamentalen Informationen umfassend im gesamten Geschäftsbericht zu überprüfen. Die Checkliste berücksichtigt hierbei jedoch nicht alle Kapitel eines Geschäftsberichts.

Um die nicht mit der Industrie-Checkliste zu untersuchenden Kapitel eines Geschäftsberichts analysieren zu können, bedarf es einer ergänzenden Checkliste. Eine derart auf ein-

---

<sup>78</sup> Die Liste an inhaltlichen Transparenzkriterien für die qualitative Analyse wird im Folgenden als Checkliste bezeichnet.

zelne Kapitel eines Geschäftsberichts fokussierte Checkliste liegt in der deutschen (wissenschaftlichen) Literatur nicht vor. Aus diesem Grund wird mit Hilfe der Grounded Theory eine ergänzende eigene Checkliste konzipiert.<sup>79</sup> Diese Checkliste geht auf die Geschäftsberichtskapitel "Einführung", "Brief an die Aktionäre", "Aufsichtsrats-Bericht" (AR-Bericht) und „Die Aktie“ ein. Gerade diese individuell formulierten Geschäftsberichtskapitel können einen großen Einfluss auf die Transparenz eines Geschäftsberichts und damit auf die Investorenkommunikation haben. Hierzu werden die zu analysierenden Kapitel der Geschäftsberichte zuerst für die zwei nach Baetge (2012, 2013)<sup>80</sup> besten Geschäftsberichte betrachtet. Daraufhin werden die zwei der Checkliste zufolge am schlechtesten bewerteten Geschäftsberichte der Jahre 2012 und 2013 analysiert. Anschließend werden alle übrigen Geschäftsberichte der Jahre 2012 und 2013, aber auch von 2011 und früher analysiert, bis keine neuen Erkenntnisse mehr zu der daraus entwickelten eigenen Transparenzkriterien-Checkliste hinzukommen. Durch den ständigen Vergleich der Inhalte in den verschiedenen Geschäftsberichten werden Ähnlichkeiten und Unterschiede im empirischen Datenmaterial entdeckt und erfasst, die der Analyse des Untersuchungsgegenstandes dienen.<sup>81</sup> Die Grounded Theory dient hierbei der Objektivierung der Transparenz-Qualitätskriterien und wird theoretisch in Kapitel 3.3.2 detailliert dargestellt.

Zusammenfassend liegt eine umfassende Checkliste vor, die Transparenzaspekte und -kriterien für alle Kapitel eines Geschäftsberichts formuliert und auszugsweise in Tabelle 14 dargestellt ist. Die eigens entwickelte Checkliste basiert auf den Grundsätzen der Industrie-Checkliste von Baetge (2012, 2013) und stellt damit eine zielgerichtete Ergänzung zu einem Gesamtanalysekonzept dar.

#### 4.2.3 Entwicklung der Stichprobe und Stichprobenstruktur

Die in Kapitel 4.2.1 beschriebene Datengrundlage ist zu ihrer Verwendung und für die weiteren Analysen zu überarbeiten. Für die 113 ermittelten Transaktionen von Private Equity Investoren im Zeitraum 2000 bis 2012 in Deutschland können nicht alle für die Analyse notwendigen Daten zusammengetragen werden. Daher wird eine Bereinigung der Stichpro-

---

<sup>79</sup> Vgl. hierzu die Ausführungen zum Verfahren in Kapitel 3.3.2.

<sup>80</sup> Eine Betrachtung der Geschäftsberichte bis 2013 wird durchgeführt, da die Geschäftsberichte für das Jahr 2012 erst im Jahr 2013 verfasst werden.

<sup>81</sup> Siehe hierzu auch Lamnek (1995).

be durchgeführt. Unternehmen, für die aufgrund von Delisting, Insolvenz oder Fusion keine Geschäftsberichte in den erforderlichen Jahren verfügbar sind, werden aus der Stichprobe ausgeschlossen. Einzelne Unternehmen müssen aufgrund eines sofortigen Delisting aus der Deal-Liste entfernt werden, da für diese Unternehmen kein Geschäftsbericht des auf den Transaktionszeitpunkt folgenden Jahres vorhanden ist. Bei anderen Unternehmen war der Private Equity Investor nicht lange genug engagiert, um eine Analyse durchführen zu können, d.h. der Private Equity Investor hält die Beteiligung beispielsweise lediglich wenige Monate und kann so keinerlei Einfluss auf den Geschäftsbericht haben. Bei anderen Unternehmen ist nur ein Lagebericht und kein vollumfänglicher Geschäftsbericht mit allen zu analysierenden Kapiteln vorhanden.

Die 113 Deals vor Bereinigungen sind in Tabelle 15 dargestellt. Nach diesen Bereinigungen beinhaltet die zu untersuchende Stichprobe 142 Geschäftsberichte von 71 Deals mit börsennotierten deutschen Aktiengesellschaften. Diese 71 Deals sind in Tabelle 16 dargestellt.<sup>82</sup> Die nachfolgende Tabelle 5 zeigt die Entwicklung der Stichprobe von den 118 identifizierten Private Equity Deals über die Verkleinerung der Stichprobe auf den Zeitraum 2000 bis 2012 mit 113 Deals bis hin zu der finalen Stichprobe von 71 Deals.

Tabelle 5: Entwicklung der Stichprobe

Identifizierte Deals		118
Verkleinerung der Stichprobe	-5	113
Delistings	-7	106
IPOs	-1	105
Fehlende Geschäftsberichte	-33	72
Unvollständige Geschäftsberichte	-1	71
Finale Stichprobe		71

Quelle: Eigene Erhebung und Darstellung (2015).

Auf Basis der entwickelten Stichprobe lassen sich bereits erste deskriptive statistische Erkenntnisse gewinnen, die für die späteren Analysen von Bedeutung sind. Tabelle 6 zeigt

<sup>82</sup> Tabelle 15 und Tabelle 16 sind aufgrund ihrer Größe und der besseren Übersichtlichkeit im Anhang aufgeführt.

eine Übersicht der absoluten und relativen Deal-Anzahl pro Jahr im Beobachtungszeitraum. Die meisten Beobachtungen mit 8 Deals sind in den Jahren 2005, 2006, 2007 und 2009 zu verzeichnen.

Tabelle 6: Übersicht der Deal-Anzahl nach Deal-Jahr

Jahr	Anzahl an Deals	Anteil an der Grundgesamtheit
2000	4	5,6%
2001	1	1,4%
2002	3	4,2%
2003	7	9,9%
2004	5	7,0%
2005	8	11,3%
2006	8	11,3%
2007	8	11,3%
2008	6	8,5%
2009	8	11,3%
2010	4	5,6%
2011	6	8,5%
2012	3	4,2%
Summe	71	100,0%
Mittelwert	-	7,7%

Quelle: Eigene Erhebung und Darstellung (2015).

Die in der Stichprobe erfassten Private Equity Deals sind relativ gleichmäßig auf den Beobachtungszeitraum verteilt. Das Jahr 2001 bildet mit nur einem Deal (1,4% der Grundgesamtheit) den niedrigsten Wert und die Jahre 2005, 2006, 2007 und 2009 mit 8 Deals (11,3% der Grundgesamtheit) den höchsten Wert in einem Jahr. Tabelle 7 verdeutlicht die Höhe des Anteils des Investors zum Deal-Zeitpunkt.

Tabelle 7: Höhe Anteilsverkauf zum Deal-Zeitpunkt

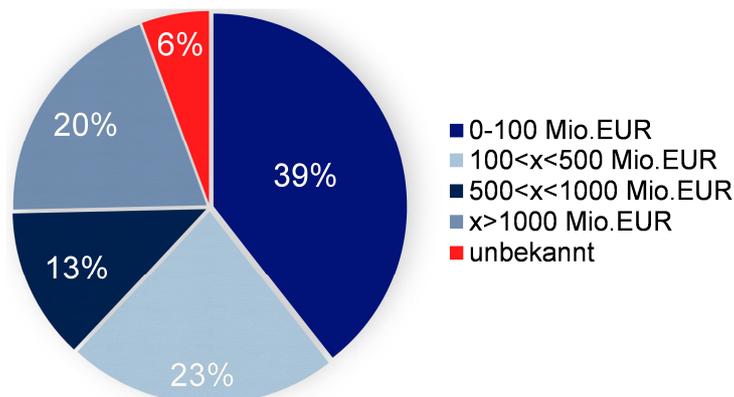
x = Anteile in Prozent	Anzahl an Deals	Anteil an der Grundgesamtheit
x<25	23	32,4 %
25<x<50	16	22,5 %
50<x<75	11	15,5 %
75>x	17	23,9 %
unbekannt	4	5,7 %
Summe	71	100 %
Mittelwert (Aktien)	-	45 %
Minimum	-	3 %
Maximum	-	93 %

Quelle: Eigene Erhebung und Darstellung (2015).

Zum Deal-Zeitpunkt lag der niedrigste Anteil, den ein Investor an dem Target gekauft hat bei 3%, der höchste bei 93%. Das arithmetische Mittel liegt bei 45% Anteilsverkauf am Target zum Deal-Zeitpunkt.

Abbildung 5 stellt die Umsatzverteilung der 71 Targets zum Deal-Zeitpunkt dar und verdeutlicht, dass 62% der untersuchten Unternehmen einen Umsatz von bis zu 500 Mio. EUR pro Jahr erwirtschaften. Mit 39% erzielen nahezu die Hälfte der betrachteten Unternehmen einen Umsatz bis zu 100 Mio. EUR pro Jahr. Demgegenüber erwirtschaften 20% der Unternehmen einen Umsatz von mehr als 1 Mrd. EUR.

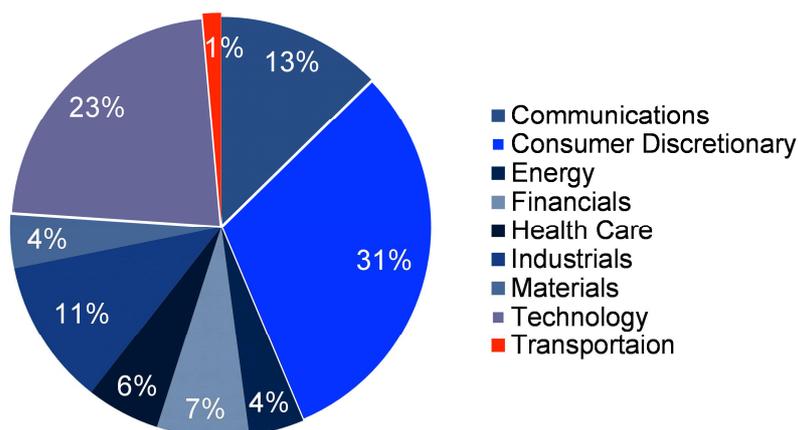
Abbildung 5: Umsatzverteilung der Targets



Quelle: Eigene Erhebung und Darstellung (2015).

In diesem Prozess wird auch die Branchenverteilung der Targets untersucht, die in Abbildung 6 dargestellt ist. Die Branche Transportation ist mit 1% am geringsten repräsentiert, wohingegen die meisten Targets mit 31% in den Bereich Consumer Discretionary fallen.<sup>83</sup> Die Branche „Technology“ ist mit 23% in der vorliegenden Stichprobe ebenfalls überrepräsentiert.

Abbildung 6: Branchenverteilung der Targets

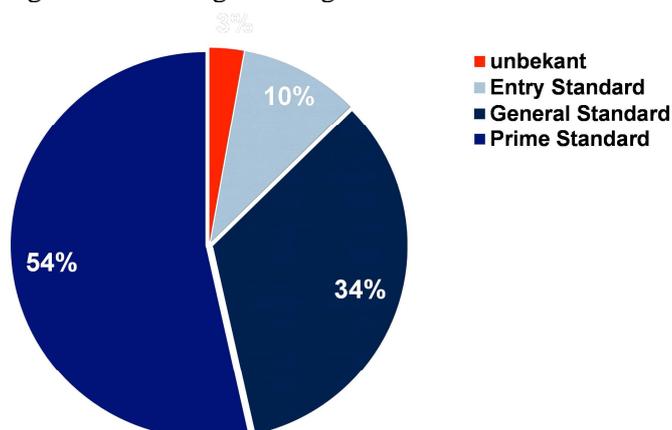


Quelle: Eigene Erhebung und Darstellung (2015).

<sup>83</sup> Die Brancheneinteilung erfolgt nach der Bloomberg-Branchenklassifizierung.

Abbildung 7 zeigt, dass mit 54% und 34% der überwiegende Teil der Targets den stärker regulierten Marktsegmenten<sup>84</sup> Prime Standard und General Standard zugeordnet werden kann. Vor dem Hintergrund der in Kapitel 2.3 beschriebenen Corporate Governance Richtlinien kann hierbei rekapituliert werden, dass diese Richtlinien nur Empfehlungen darstellen, die nicht nach einzelnen Börsenmarktsegmenten differenziert werden.

Abbildung 7: Marktsegmentzuordnung der Targets



Quelle: Eigene Erhebung und Darstellung (2015).

Ferner adressieren die Folgepflichten der einzelnen Marktsegmente nur in einem geringen Maße die in den letzten Kapiteln definierten quantitativen und qualitativen Analyse Kriterien. Die Kommunikation und Verarbeitung von Informationen ist jedoch nicht Bestandteil von Marktsegment-Pflichten. Grundsätzlich kann davon ausgegangen werden, dass ein Marktsegmentwechsel ein Hinweis darauf ist, ob ein Unternehmen zukünftig mehr oder weniger Informationen veröffentlicht.<sup>85</sup> Insbesondere die Fristen für die Veröffentlichung von Finanzberichten und Ad-hoc-Mitteilungen sind im Rahmen der Marktsegment-Pflichten von Bedeutung. Eine diesbezügliche Untersuchung hätte angesichts der unterschiedlichen Marktsegment-Zugehörigkeiten der Targets zu Verzerrungen geführt, da eine durchgängige Datenverfügbarkeit nicht vorliegt. Insofern wird diese Betrachtung nicht wei-

<sup>84</sup> Die Marktsegmentzuordnung erfolgt nach denen der Frankfurter Wertpapierbörse (FWB).

<sup>85</sup> Mögliche Auswirkungen des Marktsegments auf die Anwendung von quantitativen und qualitativen Transparenzkriterien werden im Rahmen der in dieser Arbeit durchgeführten Analyse anhand einer Teilstichprobe untersucht.

terverfolgt, sondern die beschriebene Analyse von quantitativen und qualitativen Transparenzkriterien durchgeführt.

Zusammenfassend kann somit auf Basis der Stichprobenstruktur bzw. der deskriptiven Analysen und den dadurch gewonnen Erkenntnissen festgehalten werden, dass trotz der im Vergleich zu amerikanischen Stichproben kleinen deutschen Stichprobe eine homogene Verteilung dieser über den Untersuchungszeitraum gegeben ist. Ferner sind hinsichtlich der Umsatzverteilung und der Branchenzugehörigkeit der Targets keine signifikanten Verzerrungen zu identifizieren, die eine weitere Analyse der Stichprobe negieren würden.

## 4.3 Quantitative Analyse

### 4.3.1 Methodik der Ereignisstudie

Angesichts des Ziels einer fokussierten quantitativen Analyse wird eine Konzentration auf Wörter vorgenommen, die die Kommunikation und Verarbeitung von Informationen im Transparenzkontext abbilden. Hierzu wird die aggregierte ins Deutsche übersetzte Wortliste von Loughran und McDonald (2014) verwendet. Jedes dieser Wörter wird im Geschäftsbericht 1 Jahr vor dem Einstieg des Finanzinvestors und im Geschäftsbericht 1 Jahr nach dem Einstieg des Finanzinvestors quantitativ erfasst.

Für die strukturierte Analyse der Stichprobe von 71 Transaktionen mit Private Equity Beteiligung kann keine kommerzielle Software identifiziert werden, die bedarfsgerecht jeden einzelnen Geschäftsbericht untersucht und eine zielkonforme Ergebnisformulierung liefert. Mehrfache Versuche mit kommerzieller Software führten nicht zu den gewünschten Ergebnissen.<sup>86</sup> Mitunter traten auch Schwierigkeiten auf, die im pdf-Format vorliegenden Geschäftsberichte mit allen inkludierten Informationen als Grundlage für die Wort-Untersuchung automatisiert zu verwenden. Orientiert an dem Vorgehen von Hanley und Hoberg (2010) wurde daher eine eigene Software programmiert, die eine bedarfsgerechte Analyse ermöglicht.

Mit Hilfe von Visual C++ wird deshalb eine Software konzipiert, die eine spätere statistische Auswertung der Analyseergebnisse gewährleisten kann. Im Vorfeld hierzu werden in

---

<sup>86</sup> Hier wurden unter anderem Versuche mit der Software IBM-BigInsights durchgeführt.

einem ersten Schritt die im pdf-Format vorhandenen Geschäftsberichte in txt-Dateien konvertiert, um eine automatisierte Untersuchung zu ermöglichen. Ohne diese Konvertierung wäre eine automatisierte Analyse der pdf-Dateiinhalte nicht durchführbar, da die pdf-Dateien teilweise in einem „Bildformat“ vorliegen. In einem nächsten Schritt wird die in einer Word-Datei befindliche übersetzte Wortliste in eine txt-Datei konvertiert. Anschließend kommt die nach folgendem Schema konzipierte Software zum Einsatz und analysiert systematisch jeden Geschäftsbericht auf das Vorkommen jedes einzelnen Wortes aus der Wortliste.

Das Analysetool ist mit der Microsoft-Software Visual C++ geschrieben und ist so konzipiert, dass es nach einem logischen, systematischen Schema abläuft: Es greift auf den ersten Geschäftsbericht der Stichprobe zu und analysiert diesen auf das Vorkommen des ersten Wortes in der Wortliste. Als Ergebnis wird die Anzahl dieses ersten Wortes der Wortliste in dem ersten Geschäftsbericht aufgeführt. Anschließend wird das zweite Wort der Wortliste auf Vorkommen im ersten Geschäftsbericht untersucht. Dieses Prozedere erfolgt bis zum letzten Wort der Wortliste und liefert als Ergebnis das Vorkommen jedes einzelnen Wortes der Wortliste im ersten Geschäftsbericht. Daraufhin werden alle anderen Geschäftsberichte nach dem gleichen Vorgehen analysiert. Parallel zählt die programmierte Software die Summe der Wörter in jedem Geschäftsbericht.

Zur eindeutigen Analyse der Wörter müssen noch Korrekturen vorgenommen werden: Das Wort „Ende“ kommt z.B. auch im Wort „Dividende“ vor und könnte demnach zu einer Mehrfachzählung führen.<sup>87</sup> Diese mögliche Verzerrung der Ergebnisse soll ausgeschlossen werden und das Beispielwort „Ende“ nur im ersten Fall als Wort „Ende“ erfasst werden. Um dies zu gewährleisten erfolgt eine Leerzeichen-Implementierung „x“ vor dem jeweiligen Wort und nach dem jeweiligen Wort. Bindestriche werden als Besonderheit berücksichtigt und mitgezählt, sofern nach dem Bindestrich ein Großbuchstabe folgt. Auf Basis einer Stichprobenuntersuchung führte diese Bindestrich-Implementierung zu keinen signifikanten Ergebnisveränderungen.

Parallel zum Analyseprozess wird entsprechend dem Analysefortschritt eine csv-Datei erstellt, die ein Spalten- und Zeilenformat aufweist und von Microsoft-Excel gelesen werden kann. In den Spalten sind die einzelnen Transaktionen der Stichprobe aufgeführt mit je-

---

<sup>87</sup> Siehe hierzu auch Kapitel 3.2.3.

weils 2 Spalten für den Geschäftsbericht im Jahr vor dem Einstieg des Finanzinvestors und im Jahr nach dem Einstieg des Finanzinvestors. Die Zeilen weisen die einzelnen Wörter der Wortliste auf, die automatisiert aus der txt-Wortlistendatei übernommen wird. Als Ergebnis liegt somit eine Übersichtsdatei vor, die das Vorkommen der einzelnen Wörter aus der Wortliste für jeden Geschäftsbericht und jede Transaktion dokumentiert sowie die Gesamtanzahl der in einem Geschäftsbericht enthaltenen Wörter. Anhand dieser Daten wird automatisch ein Wortquotient gebildet, der das Vorkommen der in der Wortliste enthaltenen Signal-Wörter<sup>88</sup> in Bezug auf die Gesamtzahl der Wörter in dem jeweiligen Geschäftsbericht beschreibt. Dies ist notwendig, damit die Intensität der „kommunikativen Wörter“ und damit die Verfügbarkeit bzw. Kommunikation beurteilt werden kann. Dies ist ein erster Anhaltspunkt dafür, wie hoch der Informationsgehalt eines Geschäftsberichts ist – ein hoher Wortquotient gilt als Proxy für einen höheren Informationsgehalt.

Abschließend besteht die zu analysierende Stichprobe für jede Firma aus zwei Kennzahlen, dem Wortquotient 1 Jahr vor dem Einstieg des Finanzinvestors und dem Wortquotient 1 Jahr nach dem Einstieg des Finanzinvestors.

Die statistische Untersuchung beginnt mit der Analyse der Gesamtstichprobe unter Verwendung eines Student-t-Tests für abhängige Stichproben. Diese Methode wird verwendet, da es sich um eine Messwiederholung des gleichen Unternehmens handelt. Hierzu wird die Differenz der Wortquotienten<sup>89</sup> berechnet und im Folgenden detaillierter betrachtet. Mittels des Zweistichproben-t-Test für verbundene/abhängige Stichproben werden die Unterschiede zwischen den Mittelwerten getestet. Bei diesem Test besteht die Beobachtung aus einem Paar an derselben Einheit, im vorliegenden Fall an derselben Firma, zu zwei unterschiedlichen Zeitpunkten (Messwiederholung) (Klein und Zur (2009)).

Anschließend werden die einzelnen Teilstichproben<sup>90</sup> in das csv-Format formatiert, um diese dann einzeln mit der Statistiksoftware R<sup>91</sup> überprüfen zu können. Die Teilstichproben werden einzeln in R geladen und analysiert. Anschließend findet ein Vergleich der Mittelwerte des Wortquotienten statt. Es resultieren die p-Werte der entsprechenden Tests. Statis-

---

<sup>88</sup> Als „informative Wörter“ gelten die in der Wortliste enthaltenen Wörter, da diese entsprechend der vorigen Definitionen in besonderem Maße die Kommunikation und Verarbeitung von Informationen unterstützen.

<sup>89</sup> Unterschied der Wortquotienten vor dem Einstieg des Finanzinvestors und nach dem Einstieg des Finanzinvestors.

<sup>90</sup> Die Konzeption und Struktur der Teilstichproben ist in Kapitel 4.3.2 dargestellt.

<sup>91</sup> Neben „R“ kann auch eine andere gängige Statistiksoftware wie „Stata“ verwendet werden, die zu den gleichen Ergebnissen führt.

tische Signifikanz wird dann erreicht, wenn der entsprechende p-Wert niedriger als das Signifikanzlevel ist. Hierzu werden die üblichen Standardsignifikanzlevel verwendet:

- $p < 0,01$  = hoch signifikant
- $0,01 \leq p < 0,05$  = signifikant
- $0,05 \leq p < 0,1$  = schwach signifikant

Ein Beobachtungspaar besteht somit aus  $(x_1, y_1), \dots, (x_n, y_n)$ .

$x_i$  := Wortquotient ein Jahr vor dem Deal i.

$y_i$  := Wortquotient ein Jahr nach dem Deal i.

Als Regel gilt, dass, wenn X, Y nicht normalverteilt, aber n ( $n \geq 30$ ) hinreichend groß ist, dieser Test approximativ gilt.  $\omega_0$  beschreibt eine vorgegebene Zahl für die Differenz der Mittelwerte zur Formulierung der Null- und Alternativhypothese. Dieser Test T funktioniert im Prinzip wie der Einstichproben-T-Test, wobei hier die Differenzen  $d_i$  getestet werden.

Teststatistik:

$$T = \sqrt{n} \frac{\bar{D} - \omega_0}{S_D} \sim t_{n-1}$$

Differenzen  $d_i$ :

$$d_i = x_i - y_i$$

Stichprobenstandardabweichung:

$$s_d = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (d_i - \bar{d})^2}$$

Ablehnung:

$$(-\infty, -t_{1-\frac{\alpha}{2}; n-1}] \cup [t_{1-\frac{\alpha}{2}; n-1}, \infty)$$

Bzw. absolute Teststatistik  $> t_{n-1, 1-\alpha/2}$

Als Ergebnis liegt daraufhin eine Indikation vor, ob und inwiefern eine signifikante Veränderung der Wortquotienten zu beobachten ist. Hierzu gibt die Ergebnisdarstellung in Kapitel 4.3.3 detaillierte Informationen.

#### 4.3.2 Konzeption der Teilstichproben

Um innerhalb einer weitergehenden Analyse eingehende Erkenntnisse zu den Charakteristika und Verteilungen innerhalb der Stichprobe zu gewinnen, werden Teilstichproben konzipiert. Diese sollen außerdem dazu beitragen, mögliche Verzerrungen zu erkennen, die bislang nicht ausreichend adressiert werden.

Unter diesen Prämissen werden folgende Teilstichproben gebildet, die auf den Erkenntnissen der deskriptiven Analysen aus Kapitel 4.2.3. basieren.

Dies sind:

1. Die Höhe des erworbenen Anteilsbesitzes „x“ an einem Unternehmen durch den Private Equity Investor in der Klassifizierung  $x \leq 25\%$ ,  $25\% < x \leq 50\%$ ,  $50\% < x \leq 75\%$ ,  $x > 75\%$ ,
2. die Umsatzgröße des Targets in „x“ EUR in der Klassifizierung  $x \leq 100\text{m}$ ,  $100\text{m} < x \leq 500\text{m}$ ,  $500\text{m} < x \leq 1000\text{m}$ ,  $x > 1000\text{m}$ ,
3. das Jahr des Engagements des Investors von 2000-2005 und 2006-2012 und
4. das Marktsegment der deutschen Börse, in dem das Target zum Deal-Zeitpunkt bzw. dem Kauf durch den Private Equity Investor gelistet war - unterteilt in Entry Standard, General Standard, und Prime Standard.
5. Außerdem wird eine Kategorisierung nach der Herkunft des Private Equity Investors vorgenommen. Dies sind (1) Deutschland, (2) USA und United Kingdom (UK) und (3) Sonstige Länder.

Die 1. Gruppe der Teilstichproben soll Erkenntnisse darüber liefern, ob die Höhe des Anteilsbesitzes des Private Equity Investors beim ersten Anteilskauf des Targets Auswirkungen darauf hat, ob mehr kommunikative Wörter aus der Wortliste in den Geschäftsberichten im Jahr nach der Transaktion verwendet werden.

Die 2. Gruppe der Teilstichproben wird gebildet, um feststellen zu können, ob die Umsatzgröße des Targets Auswirkungen auf die Verwendung von kommunikativen Wörtern aus der Wortliste innerhalb der Geschäftsberichte hat. Sollte sich hier beispielsweise herausstellen, dass bei Unternehmen mit einem Umsatz von über 1 Mrd. EUR bereits vor den Transaktionen genauso viele kommunikative Wörter verwendet werden, wie nach dem Einstieg eines Finanzinvestors, so wäre dies ein Indiz dafür, dass größere Unternehmen<sup>92</sup> bereits die Kompetenz haben, eine informativere Investorenkommunikation zu praktizieren, sofern die Gesamtanzahl der verwendeten kommunikativen Wörter hinreichend groß ist.

Durch eine Teilung der Stichprobe im Jahr 2005 entsteht die 3. Gruppe der Teilstichproben. Diese Aufteilung erfolgt, da ab dem Jahr 2006 striktere Corporate Governance Regelungen Anwendung finden, die trotz ihrer empfehlenden Formulierung die Wortwahl in den Geschäftsberichten beeinflussen könnten (Kaserer et al. (2007)). Diese Kategorisierung hat lediglich eine kontrollierende Funktion.

In der 4. Gruppe der Teilstichproben soll überprüft werden, ob es signifikante Unterschiede der Verarbeitung und Kommunikation von Informationen durch die Verwendung kommunikativer Wörter in Abhängigkeit vom Marktsegment gibt, in dem das Target im Jahr des Erwerbs durch den Finanzinvestor gelistet ist. Hier erfolgt eine Prüfung dieser zuvor lediglich theoretisch formulierten These.

Die 5. Gruppe der Teilstichproben unterteilt die Gesamtstichprobe in die Herkunftsländer der Private Equity Investoren. Hinsichtlich dieser Kategorisierung sollen Erkenntnisse darüber gewonnen werden, ob Portfoliounternehmen, die von Private Equity Investoren aus den Ländern USA und UK akquiriert werden, eine informativere Investorenkommunikation praktizieren, als die Portfoliounternehmen von Private Equity Investoren aus anderen Ländern. Dies könnte damit in Zusammenhang stehen, dass Private Equity Investoren aus den USA und UK über besondere Kompetenzen im Bereich Corporate Governance-Werttreiber und Transparenz verfügen, beispielsweise aufgrund einer langjährigen Erfahrung (Shleifer und Vishny (1997)).

Für alle Teilstichproben lautet die zu testende Hypothese somit: Wie verändert sich die Investorenkommunikation eines Unternehmens in Abhängigkeit der beschriebenen Unter-

---

<sup>92</sup> Hier gemessen am Umsatzvolumen der Unternehmen.

nehmenscharakteristika der Teilstichproben anhand quantitativer Transparenzkriterien nach der Akquisition durch einen Private Equity Investor?

#### 4.3.3 Statistische Auswertung der Stichproben

Die Auswertung der Gesamtstichprobe erfolgt unter Verwendung der folgenden Notationen:

Arith. Mittel: entspricht dem allgemeinen arithmetischen Mittel

St. Abw.: empirische Standardabweichung, welche die Standardabweichung um  $\frac{1}{n-1}$  korrigierten Faktor darstellt.

Min: der kleinste Wert der Stichprobe.

Median: entspricht dem 50%- Quantil.

Max: der größte Wert der Stichprobe.

Das Panel A der folgenden Tabelle 8 zeigt die wesentlichen Charakteristika der Gesamtstichprobe und fasst die statistischen Ergebnisse zusammen. Im arithmetischen Mittel können 26.448 Wörter vor den Deals in den Geschäftsberichten der Stichprobe identifiziert werden. In den Geschäftsberichten nach den Deals sind dies im arithmetischen Mittel 29.928 Wörter. Die Standard Abweichung aller Wörter vor dem Deal liegt bei 17.186 und jene nach dem Deal bei 19.762.

Tabelle 8: Quantitative Auswertung Gesamtstichprobe

	Arith. Mittel	St. Abw.	Min	Median	Max
Panel A: Charakteristika					
Wörter insgesamt (vor dem Deal)	26448	17186	2148	2849	87516
Wörter insgesamt (nach Deal)	29928	19762	3321	24868	99062
Panel B: „aggregierte Wortliste“					
Übereinstimmungen (vor dem Deal)	833,3	542,2	65	648	2577
Wortquotient (vor dem Deal)	3,17	0,46	1,82	3,19	4,39
Übereinstimmungen (nach dem Deal)	953,96	600	153	810	3313
Wortquotient (nach dem Deal)	3,28	0,49	2,05	3,3	4,72

Quelle: Eigene Erhebung, Auswertung und Darstellung (2015).

Der Geschäftsbericht mit der geringsten Anzahl an Wörtern vor einem Deal enthält 2.148 Wörter und der Geschäftsbericht mit der geringsten Anzahl an Wörtern nach einem Deal 3.321 Wörter. Die höchste Anzahl an Wörtern in einem Geschäftsbericht liegt vor einem Deal bei 87.516 Wörtern und nach einem Deal bei 99.062 Wörtern.

Ferner ist eine Betrachtung des Medians hier von Bedeutung. Der Median aller Wörter vor den Deals liegt bei 2.849 und jener nach dem Deal bei 24.868. Dies ist - neben dem bereits betrachteten arithmetischen Mittel - bereits ein Anzeichen dafür, dass der Umfang der Wörter im Geschäftsbericht gestiegen ist, wodurch jedoch noch keine Aussagen zum Informationsgehalt bzw. zur Art und Weise der Kommunikation getroffen werden können.

Zu dieser Frage können aber die Erkenntnisse aus dem Panel B der Tabelle unter Verwendung der Wortliste erste Hinweise geben, indem die Parameter der Wortliste betrachtet werden. In den Geschäftsberichten vor dem Einstieg der Finanzinvestoren werden im Mittel 833,3 Wörter aus der Wortliste gefunden, während nach dem Einstieg im Durchschnitt 953,96 Wörter enthalten sind. Unter Berücksichtigung der Gesamtwörter in den Geschäftsberichten führt dies zu einem arithmetischen Mittel der Wortquotienten von 3,17 vor den Deals und von 3,28 nach den Deals. Die Standardabweichung der Wörter der Wortliste beträgt vor dem Einstieg der Finanzinvestoren 542,2 und 600 danach.

Die geringste Übereinstimmung an Wörtern aus der Wortliste liegt vor dem Einstieg der Investoren bei 65 und bei 153 nach dem Einstieg. Der Median der Wort-Übereinstimmungen aus der Wortliste innerhalb der Geschäftsberichte liegt vor den Deals bei 648 und nach den Deals bei 810. Dies wiederum führt zu einem Median der Wortquotienten in Höhe von 3,19 vor den Deals und 3,3 nach den Deals. Das Maximum der Wort-Übereinstimmungen liegt vor den Deals bei 2.577 und nach den Deals bei 3.313.

Als Zwischenerkenntnis der deskriptiven statistischen Auswertungen im Rahmen der quantitativen Analyse kann festgehalten werden, dass die Geschäftsberichte der in der Stichprobe enthaltenen Unternehmen nach dem Einstieg der Finanzinvestoren mehr informative Wörter der Wortliste enthalten, als vor dem Einstieg. Dies gilt auch im Rahmen der Dichtebetrachtung des relativen Wortquotienten, der im arithmetischen Mittel von 3,17 vor den Transaktionen auf 3,28 nach den Transaktionen ansteigt.

Neben diesen Erkenntnissen der Gesamtstichprobe lassen sich auch Analysen für die zuvor definierten Teilstichproben durchführen und Ergebnisse ableiten. Diese sind in der folgenden Tabelle 9<sup>93</sup> dargestellt.

Tabelle 9: Quantitative Auswertung Teilstichproben

	Anzahl Deals (n)	Wortquotient (vorher)	Wortquotient (nachher)	p-Wert (t-Test)
<i>Panel A: alle Deals</i>				
Alle Deals	71	3,17	3,28	0,0719
<i>Panel B: Teilstichprobe vor/ nach 2005</i>				
Deals vor 2005 und 2005	28	3,14	3,24	0,3898
Deals nach 2005	43	3,20	3,30	0,06733
<i>Panel C: Teilstichprobe Anteilsbesitz (Einheit: Prozent)</i>				
Anteilsbesitz $\leq 25$	23	3,13	3,41	0,01635
Anteilsbesitz $25 < x \leq 50$	16	3,21	3,13	0,2127
Anteilsbesitz $50 < x \leq 75$	11	3,13	3,11	0,8246
Anteilsbesitz $> 75$	17	3,22	3,33	0,4436
<i>Panel D: Teilstichprobe Umsatz (Einheit: Millionen Euro)</i>				
Umsatz $\leq 100$	28	3,216	3,30	0,1917
Umsatz $100 < x \leq 500$	16	3,23	3,30	0,4415
Umsatz $500 < x \leq 1000$	9	2,98	3,17	0,1859
Umsatz $> 1000$	14	3,09	3,20	0,6193
<i>Panel E: Teilstichprobe Marktsegment</i>				
Prime Standard	38	3,12	3,16	0,5268
General Standard	24	3,17	3,38	0,113
Entry Standard	7	3,41	3,44	0,8643
<i>Panel F: Teilstichprobe Niederlassung</i>				
Deutschland	28	3,17	3,34	0,1039
USA, UK	29	3,17	3,21	0,5811
Sonstige	10	3,21	3,31	0,3107

Quelle: Eigene Erhebung, Auswertung und Darstellung (2015).

<sup>93</sup> Die Anzahl der Deals innerhalb der einzelnen Teilstichproben kann von der Anzahl der in der Gesamtstichprobe enthaltenen Deals abweichen. Dies ist durch die Datenverfügbarkeit zur Analyse der einzelnen Teilstichproben begründet: Nicht zu allen Deals konnten Informationen für die Analyse der innerhalb der Teilstichproben enthaltenen Unternehmen recherchiert werden.

Für alle erfassten Transaktionen führen die Veränderungen des Wortquotienten von 3,17 auf 3,28 zu einem p-Wert im Rahmen der t-Statistik von 0,0719. Dies bestätigt eine schwache statistische Signifikanz zum 10% Niveau.

Als erste Teilstichprobe wird in Panel B der Tabelle 9 der gesamte Untersuchungszeitraum in zwei Teilzeiträume unterteilt. Von den in der Stichprobe erfassten 71 Deals haben 28 vor oder im Jahr 2005 stattgefunden und 43 nach dem Jahr 2005. Dies ergibt im arithmetischen Mittel einen Wortquotienten von 3,14 vor und im Jahr 2005 und 3,20 nach dem Jahr 2005 für die Geschäftsberichte vor den Transaktionen. Nach den Transaktionen liegen die korrespondierenden Wortquotienten bei 3,24 und 3,30. Es kann festgehalten werden, dass die Transaktionen vor und im Jahr 2005 keine signifikanten Veränderungen der Wortquotienten aufweisen. Die Transaktionen nach dem Jahr 2005 weisen hingegen mit einem p-Wert des t-Tests von 0,06733 ein schwaches Signifikanzniveau von 10% auf. Dieses Ergebnis beeinflusst die weitere Analyse im quantitativen Teil nicht, zeigt jedoch auf, dass eine Verwendung kommunikativer Wörter nach den Deals zugenommen hat.<sup>94</sup>

Panel C der Tabelle 9 beinhaltet die Teilstichprobe zu dem Anteilsbesitz der Finanzinvestoren zum Zeitpunkt des Ersterwerbs, der im Rahmen dieser Untersuchung gleichzusetzen ist mit dem Deal-Zeitpunkt. Bei 23 Deals haben die Finanzinvestoren 25% oder weniger des Grundkapitals erworben, bei 16 Deal haben sie mehr als 25%, aber nicht mehr als 50% erworben, bei 11 Deals haben sie mehr als 50%, aber nicht mehr als 75% erworben und bei 17 Deals haben die Finanzinvestoren mehr als 75% der Aktien des jeweiligen Targets akquiriert. Bei dieser Teilstichprobe ist eine Signifikanz lediglich für die Erhebung der Deals mit einem Anteilsbesitz von nicht mehr als 25% der Aktien auf dem 5%-Niveau erkennbar. Mit 3,41 weist diese Gruppierung auch den höchsten Wortquotienten im Geschäftsbericht nach den Transaktionen aus. Die beiden erfassten Anteilsbesitzgruppen zwischen 25% bis inklusive 50% und von über 50% bis 75% weisen hingegen eine negative Veränderung des Wortquotienten aus. So sinkt dieser für erstere von 3,21 auf 3,13 und für letztere von 3,13 auf 3,11. Alle anderen Gruppierungen der Anteilsbesitze weisen keine signifikanten Veränderungen im Rahmen der p-Werte auf.

---

<sup>94</sup> Die Gründe für die Zunahme der kommunikativen Wörter nach einer Transaktion können vielfältig sein und im Rahmen dieser Arbeit nicht abschließend geklärt werden. Hier können Erkenntnisse der Unternehmen selbst von Bedeutung sein, das Wissen der involvierten Investoren und weitere weiche Faktoren.

Panel D der Tabelle 9 zeigt die Ergebnisse der Teilstichprobe nach Umsatzkategorien der Targets. So sind 28 Unternehmen erfasst, die einen Umsatz von höchstens 100 Mio. EUR im Jahr der Akquisition ausweisen. Für die Gruppierungen von über 100 Mio. EUR bis 500 Mio. EUR sind dies 16 Unternehmen und 9 Unternehmen weisen einen Umsatz über 500 Mio. EUR aus, aber nicht mehr als 1 Mrd. EUR. Mit einem Umsatz über 1 Mrd. EUR sind 14 Unternehmen in der Gesamtstichprobe enthalten. Für diese vier Subkategorien sind jeweils höhere Wortquotienten nach den Transaktionen zu verzeichnen als vor den Transaktionen. So ist der höchste relative und absolute Anstieg für die Subkategorie der Unternehmen mit einem Umsatz von über 500 Mio. EUR bis zu 1 Mrd. EUR zu erkennen – hier von 2,98 vor den Deals auf 3,17 nach den Deals. Jedoch zeigt keine der in Panel D erfassten Subkategorien eine signifikante Veränderung der Wortquotienten.

In Panel E der Tabelle 9 ist die Teilstichprobe der Marktsegmente der Targets erfasst. Hier wird zwischen den Marktsegmenten Prime, General und Entry Standard differenziert. 38 der in der Gesamtstichprobe inkludierten Deals fallen auf Unternehmen aus dem Prime Standard zurück, 24 sind im General Standard erfasst und lediglich 7 Unternehmen sind dem deutlich schwächer regulierten Marktsegment Entry Standard zuzuordnen. Auch hier sind bei allen drei Subkategorien höhere Wortquotienten nach den Deals zu erkennen, wobei die deutlichste relative und absolute Steigerung bei den Unternehmen aus dem Marktsegment General Standard von 3,17 vor den Transaktionen auf 3,38 nach den Transaktionen zu verzeichnen ist. Die p-Werte nach dem durchgeführten t-Test zeigen jedoch keine signifikante Veränderung der Wortquotienten an.

Die Herkunft der Private Equity Investoren bildet in Panel F der Tabelle 9 die letzte Teilstichprobe, die wiederum in drei Subkategorien aufgeteilt ist. Da die zu analysierende Gesamtstichprobe börsennotierte Unternehmen aus Deutschland beinhaltet, bildet die Subkategorie „Deutschland“ mit 28 erfassten Deals eine hohe Konzentration der Deals ab. Bei 29 Transaktionen kommen die akquirierenden Investoren aus den USA oder UK. 10 Transaktionen werden von Investoren durchgeführt, die weder aus Deutschland noch den USA und UK kommen und damit tendenziell eine deutlich geringere Vor-Ort-Präsenz haben, als die anderen Investorengruppen. Alle Subkategorien zeigen eine Erhöhung der Wortquotienten und damit eine intensivere Nutzung kommunikativer Wörter nach der Wortliste an. Die deutlichste relative und absolute Veränderung der Wortquotienten ist hier für die Subkategorie Deutschland zu erkennen, wo der Wortquotient der Deals von 3,17 auf einen Wert

von 3,34 nach den Deals steigt. Dennoch ist auch bei der Subkategorie Deutschland keine signifikante Veränderung zu dokumentieren. Dies verdeutlicht der p-Wert von 0,1039 für den t-Test. In diesem Rahmen ist abschließend festzuhalten, dass es keine Hinweise darauf gibt, dass die Finanzinvestoren aus den USA und UK dazu beitragen, mehr kommunikative Wörter in den Geschäftsberichten zu integrieren, als Finanzinvestoren aus Deutschland. Die Herkunft der Investoren ist in der vorliegenden Stichprobe dennoch von Bedeutung und die geographische Nähe zum Portfoliounternehmen tendenziell ausschlaggebend. So sind in der Subkategorie „Sonstige“ Finanzinvestoren mit Ursprung und Hauptniederlassung in Skandinavien und den Niederlanden inkludiert, die aufgrund ihrer direkten Nachbarschaft zu Deutschland ebenfalls eine besondere geographische Nähe zu den deutschen Unternehmen in der Gesamtstichprobe aufweisen.

#### 4.3.4 Störeffekte und Verzerrungen

Im Rahmen der durchgeführten quantitativen Analyse sind die in Kapitel 3.2.3 theoretisch dargestellten Störeffekte und Verzerrungen zu adressieren und die gewonnenen Ergebnisse vor diesem Kontext zu betrachten.

Die Bedeutung und die damit verbundene kommunikative Implikation der in der gewählten Wortliste enthaltenen Wörter sind in der vorliegenden Arbeit nicht direkt berücksichtigt. Insofern findet keine Bedeutungsanalyse des Kontexts im Textdokument statt. Dies wird bewusst so durchgeführt, da eine manuelle Kontextanalyse bei einer Wortliste mit über 6.000 Wörtern nur unter höchstem Zeitaufwand umsetzbar wäre und eine automatisierte Kontextanalyse in den überprüften kommerziellen Softwareprogrammen und dem eigens programmierten Analysetool nicht umsetzbar ist. Vor dem Hintergrund des in dieser Arbeit formulierten Analyseziels ist dieser Störeffekt aber als weniger relevant zu betrachten. Ziel ist es, die Verarbeitung und Kommunikation von Signalwörtern zu untersuchen, unabhängig davon, in welchem Kontext diese stehen. Das Wort „Risiko“ muss adressiert werden und auch als solches erfasst werden. Ob es sich dabei um eine Zunahme oder Abnahme oder Veränderung eines Risikos handelt, ist ein zweiter für das Ziel der hier durchgeführten quantitativen Analyse sekundärer Aspekt.

Eine Mehrfachzählung von Wörtern innerhalb anderer Wörter ist bei der Programmierung des Analysetools berücksichtigt und führt insofern zu keinen Verzerrungen in der quantitativen Analyse.

Auch eine Differenzierung von reinen Kommunikationswörtern und Wörtern mit inhaltlicher Bedeutung wird in der vorliegenden Analyse als unkritisch eingestuft. Dies liegt zum einen daran, dass eine bereits wissenschaftlich anerkannte Wortliste mit kommunikativen Wörtern übernommen wird und daran, dass eine Analyse von inhaltlichen Transparenzkriterien im Rahmen der qualitativen Analyse separat erfolgt.

Diverse Wortformen und Zeitformen sind bei der Übersetzung der englischen Ursprungswortliste ins deutsche berücksichtigt und damit erfasst.

Abschließend wird bei der Implementierung des Analysetools großes Augenmerk darauf gelegt, dass Fehlzählungen und Fehlerfassungen von Wörtern nicht auftreten. Hierzu werden bereits bei der Programmierung der Software Testläufe und mehrfach Überprüfungsanalysen für die finale Gesamtstichprobe durchgeführt.

#### 4.3.5 Zwischenergebnis zur quantitativen Transparenzanalyse

Als Zwischenergebnis zur quantitativen Analyse kann festgehalten werden, dass die Gesamtstichprobe eine schwache signifikante Veränderung der Wortquotienten vor den Deals (3,17) im Vergleich zu nach den Deals (3,28) aufweist. Im Vergleich zu der in Kapitel 1.2 vorgestellten Literatur wird auch hier eine Tendenz hin zu einer intensiveren Verwendung kommunikativer Wörter aus der Wortliste dokumentiert, wenn das Ergebnis aufgrund einer lediglich schwachen Signifikanz auch weniger aussagekräftig ist.

Für die Teilstichproben zeigen die Deals nach dem Jahr 2005 signifikante Veränderungen der Wortquotienten. Dies bestätigt Hinweise darauf, dass Corporate Governance Werttreiber im Rahmen von Private Equity Transaktionen an Bedeutung gewinnen. Nicht abschließend kann beurteilt werden, ob und in welchem Ausmaß diese verstärkte Verwendung kommunikativer Wörter aus der Wortliste auf allgemeine Corporate Governance Hinweise in Richtlinien zurückzuführen ist oder auf direkte Initiativen von Private Equity Investoren. Doch dies ist für die vorliegende Analyse auch nicht ausschlaggebend, denn das ledigliche Vorliegen von Corporate Governance Hinweisen in Richtlinien bedeutet nicht gleichzeitig

eine verstärkte Umsetzung dieser Richtlinien/Empfehlungen. Sofern ein Private Equity Investor für die Umsetzung bzw. Berücksichtigung von Richtlinien sorgen würde, wäre eine deutliche Transparenzschaffung durch diesen gegeben.

Die signifikanten Ergebnisse aus der Höhe des Anteilsbesitzes der Finanzinvestoren, liegen bei einem Anteilsbesitz bis zu 25% vor. Die hier dokumentierte Signifikanz lässt den Schluss zu, dass Finanzinvestoren mit einem Minderheitsanteil tendenziell Einfluss auf die Investorenkommunikation in Geschäftsberichten der Portfoliounternehmen nehmen und diesen Vorgang als einen ersten Werttreiber nutzen. Da für diese Investoren unmittelbar nach Erwerb der Beteiligung kein eigeninitiirtes Delisting durchgeführt werden kann, ist die Investorenkommunikation hier von hoher Bedeutung und kann tendenziell als ein bedeutender Werttreiber angesehen werden. Finanzinvestoren, die in einem ersten Schritt Mehrheitsbeteiligungen erwerben sind tendenziell vorerst nicht auf die Umsetzung von Transparenzwerttreibern durch kommunikative Wörter in Geschäftsberichten fokussiert.<sup>95</sup>

Innerhalb der Teilstichprobe der Umsatzkategorien gibt es keine signifikanten Ergebnisse und Erkenntnisse. Zusammenfassend lässt sich hier feststellen, dass die Umsatzhöhe und damit die Größe des Targets kaum eine Auswirkung darauf hat, ob die Art und Weise der Kommunikation von Informationen durch Signalwörter zur Transparenzschaffung beiträgt. Bei kleineren Unternehmen bzw. Targets mit einem Umsatz von kleiner oder gleich 100 Mio. EUR liegt ein größeres Potenzial vor, eine professionellere Investorenkommunikation zu implementieren. Dies zeigen auch die untersuchten p-Werte. Diese Erkenntnisse liegen jedoch in ähnlicher Weise für die Subkategorie mit einem Umsatz größer 500 Mio. EUR bis zu 1 Mrd. EUR vor. Insofern können hierzu keine verallgemeinerbaren Aussagen getroffen werden, sondern die Erkenntnisse sind tendenziell auf die Stichprobenszusammensetzung zurückzuführen.<sup>96</sup>

Die Teilstichprobe der Marktsegmente zeigt keine signifikanten Veränderungen der Wortquotienten. Entsprechend den Ergebnissen dieser Teilstichproben hat das Marktsegment tendenziell keinen Einfluss auf die Art und Weise der Verwendung kommunikativer Wörter

---

<sup>95</sup> Hier liegt in der vorliegenden Analyse eine eingeschränkte Betrachtung vor, da die Geschäftsberichte 1 Jahr vor der Akquisition und 1 Jahr nach der Akquisition betrachtet werden. Es gibt keine langfristigen Erkenntnisse, da das Engagement von Finanzinvestoren in der Regel zeitlich befristet ist und die zu untersuchende Stichprobe unter Berücksichtigung einer Langfristbetrachtung deutlich weniger umfangreich und damit aussagekräftig wäre.

<sup>96</sup> Da die Gesamtstichprobe 71 Deals enthält, kann in diesem Rahmen kein Anspruch auf Verallgemeinerbarkeit erhoben werden.

nach der Wortliste in den Geschäftsberichten vor und nach den Akquisitionen durch Finanzinvestoren. Im Prime Standard sind die Veränderungen weniger dokumentiert, jedoch gilt dies auch für den deutlich schwächer regulierten Entry Standard, der in der vorliegenden Teilstichprobe mit lediglich 7 inkludierten Deals eine wenig repräsentative Subkategorie darstellt.

Die letzte Teilstichprobe der Investorenherkunft weist ebenfalls keine signifikanten Ergebnisse auf. Für Investoren aus den USA und UK ist hier keine signifikante Veränderung der Wortquotienten in den Geschäftsberichten bei den von ihnen durchgeführten Deals zu erkennen. Die bereits erwähnte geographische Nähe der Hauptniederlassung des Finanzinvestors kann einen Aspekt für die Implementierung einer informativeren Investorenkommunikation darstellen, da die Teilstichprobe mit deutschen Finanzinvestoren den niedrigsten p-Wert aufweist.

## 4.4 Qualitative Analyse

### 4.4.1 Methodik der Ereignisstudie

Die Methodik der qualitativen Analyse der vorliegenden Arbeit orientiert sich in ihren Grundzügen an jener der quantitativen Analyse im Kapitel 4.3. Grundlegend ist die Überlegung, dass sich eine erhöhte Transparenz durch bestimmte qualitative Informationsträger auswerten lässt.<sup>97</sup> Hierzu gibt es bereits Studien, die mit dieser Annahme gearbeitet haben (Feldman et al. (2009), Ferris et al. (2012)).

Im nun durchzuführenden Analyseschritt werden die Geschäftsberichte im Jahr vor dem Einstieg des Finanzinvestors mit denjenigen ein Jahr nach dem Einstieg des Finanzinvestors auf das Vorkommen der in der Gesamtcheckliste aufgeführten inhaltlichen Qualitätskriterien verglichen. Das Vorkommen eines Qualitätsmerkmals wird mit einer 1 bewertet und das Nicht-Vorkommen mit einer 0. Eine Gewichtung der einzelnen Qualitätsmerkmale wird nicht vorgenommen.<sup>98</sup> Die Summe der vorkommenden Qualitätsmerkmale bildet den Qualitätsgrad des jeweiligen Geschäftsberichts. Ein hoher Qualitätsgrad bedeutet demnach

---

<sup>97</sup> Diese Kriterien sind in der konzipierten Checkliste enthalten, die auszugsweise im Anhang unter Tabelle 14 zu finden ist.

<sup>98</sup> Zur gezielten und fundamental begründeten Gewichtung der Qualitätsmerkmale bedarf es eines identischen Untersuchungszeitpunkts (Baetge (2013)). Dieser liegt insbesondere im Hinblick auf die Gesamtstichprobe und den damit zusammenhängenden Untersuchungszeitraum nicht vor.

einen hohen Gehalt an informativem Inhalt in dem jeweiligen Geschäftsbericht und ein geringer Qualitätsgrad deutet auf wenig informative Inhalte hin.<sup>99</sup> Hierbei erfolgt eine Erfassung der Transparenzkriterien direkt aus den Geschäftsberichten. Die Anzahl der Transparenzkriterien innerhalb der einzelnen Geschäftsberichts-kapitel sowie die Anzahl der Transparenzkriterien des gesamten Geschäftsberichts. Die durch den 0-1-Vergleich identifizierten Transparenzkriterien dienen dem Erstellen einer "pre\_i"- und "post\_i"-Variable. Diese beschreibt die Anzahl an Transparenzkriterien vor ("pre\_i") bzw. nach ("post\_i") dem Einstieg des Finanzinvestors und ist für die folgende statistische Auswertung als modifizierter Qualitätsgrad anzusehen.

Ferner ist die Konzeption einer „gain“ Variable notwendig. Diese beschreibt die Veränderung der Anzahl an Transparenzkriterien im Geschäftsbericht nach dem Deal zu vor dem Deal.<sup>100</sup> Dieses Verfahren ermöglicht letztendlich eine einfache Darstellung und die Ermittlung einer  $gain_i$  bzw. ZuwachsvARIABLE. Die „gain“ Variable dient als beschreibender Wert der Informationsgehaltsveränderung.

Anschließend wird wieder eine statistische Untersuchung der Gesamtstichprobe mithilfe eines Student-T-Tests für abhängige Stichproben durchgeführt. Anders als bei der quantitativen Analyse wird hier ein einfacher t-Test verwendet. Dies ist deshalb möglich, weil einzig auf die Veränderungen der vorgegebenen Transparenzkriterien aus der Checkliste eingegangen wird und nicht ein Wortquotient, der ständig variieren kann, analysiert wird. Diese Methode wird aus Gründen der Vergleichbarkeit verwendet und da es sich um eine Messwiederholung des gleichen Unternehmens handelt. Getestet wird, ob die „gain“ Variable von 0 verschieden ist, dies anhand des Einstichproben-t-Test, wobei nun die Differenzen getestet werden:

---

<sup>99</sup> Der Analyseprozess bzw. die Überprüfung aller in der Gesamtcheckliste enthaltenen Qualitätskriterien für jeden einzelnen Geschäftsbericht der Stichprobe "von Hand" ist ein zeitintensiver Prozess, der mehr als 18 Monate in Anspruch genommen hat. Aufgrund wichtiger erwarteter Erkenntnisse für die Bewertung der Forschungsfrage und Implikationen für die Praxis, ist die qualitative Analyse im Rahmen des Promotionsstudiums durchgeführt worden.

<sup>100</sup> Transparenzkriterien im Geschäftsbericht nach dem Deal – (minus) Transparenzkriterien im Geschäftsbericht vor dem Deal bzw.  $gain_i = pre_i - post_i$ .

Teststatistik:

$$T = \sqrt{n} \frac{\bar{X} - \mu_0}{S}$$

Stichprobenstandardabweichung:

$$S = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2}{n - 1}}$$

Ablehnung:

$$\left(-\infty, -t_{1-\frac{\alpha}{2}; n-1}\right] \cup \left[t_{1-\frac{\alpha}{2}; n-1}, \infty\right)$$

Bzw. absolute Teststatistik  $> t_{n-1, 1-\alpha/2}$

Wie bereits bei der quantitativen Analyse werden auch hierbei die Unterschiede zwischen den Mittelwerten der Qualitätskriterien getestet. Auch hier besteht die Beobachtung aus einem Paar an derselben Einheit, im vorliegenden Fall an derselben Firma, zu zwei unterschiedlichen Zeitpunkten (Messwiederholung).<sup>101</sup>

Statistische Signifikanz wird dann erreicht, wenn der entsprechende p-Wert niedriger als das Signifikanzlevel ist. Hier werden die gleichen Signifikanzlevel verwendet, die auch im Rahmen der quantitativen Analyse Anwendung finden (vgl. Kapitel 4.3.1).

Auf Basis der Ergebnisse wird deutlich, ob signifikante Veränderungen der Qualitätskriterien während des Engagements der Finanzinvestoren vorliegen. Um bei der methodischen Analyse Erkenntnisse bzw. Ergebnisse zu gewinnen, die auch mit der bereits durchgeführten quantitativen Analyse verglichen werden können, bedarf es neben einer Betrachtung der gesamten Stichprobe an Deals wieder einer Konzeption von Teilstichproben mit anschlie-

---

<sup>101</sup> Das grundsätzliche methodische Vorgehen orientiert sich wie bei der quantitativen Analyse an jenem von Klein und Zur (2008) und Klein und Zur (2010).

ßender detaillierter Auswertung. Die Konzeption dieser Teilstichproben ist im folgenden Kapitel dargestellt.<sup>102</sup>

#### 4.4.2 Konzeption der Teilstichproben

Vor dem Einlesen der Daten ist eine Zuordnung der Deals in Teilstichproben vorgesehen. Grundsätzlich findet in einem ersten Schritt eine Zuordnung in die in Kapitel 4.3.2 vorgestellten Teilstichproben statt. Auf dieser Basis wird es möglich, Erkenntnisse zu den einzelnen Unternehmenscharakteristika und den mit ihnen verbundenen Transparenzkriterien festzustellen.

Als Ergänzung wird im Rahmen der qualitativen Analyse eine weitere Teilstichproben-Konzeption vorgenommen. Dies ist insbesondere mit dem Umstand zu erklären, dass die qualitative Analyse auf der Checkliste von Baetge (2012) basiert. Dementsprechend findet hier auch eine Aufteilung in Teilstichproben nach den wesentlichen Kapiteln der Geschäftsberichte statt. Hierdurch wird ermöglicht, Transparenzveränderungen nach den einzelnen Kapiteln der Geschäftsberichte zu differenzieren und damit auch einen Hinweis für Investoren zu geben, welche Geschäftsberichtskapitel in Bezug auf Transparenzkriterien von besonderer Bedeutung sind. Zur Vorbereitung dieser Teilstichproben-Konzeption wird die Struktur der Geschäftsberichtskapitel mit ihren spezifischen Besonderheiten im Folgenden näher erläutert.

In der Regel bildet die „Einführung“ den ersten Teil eines Geschäftsberichts. Sie muss nicht notwendigerweise ein eigenes Kapitel bilden, sollte dem Leser bzw. (potentiellen) Investor dennoch insbesondere einen ersten Überblick über das Unternehmen verschaffen. Hierzu sollten die wichtigsten finanziellen Kennzahlen des Unternehmens im Berichtsjahr und dem Vorjahr tabellarisch dargestellt sein. Eine Visualisierung von relevanten finanziellen Kennzahlen in Form eines Diagramms trägt ebenfalls zu einer Information des Investors bei. Außerdem sollten bereits in der Einführung Angaben zu den Geschäftsfeldern des Unternehmens gemacht werden, um die Tätigkeit des Unternehmens einordnen zu können.

---

<sup>102</sup> Insbesondere die händische Auswertung aller in der Stichprobe enthaltenen Geschäftsberichte nach den in der Gesamtcheckliste aufgeführten Qualitätsmerkmalen, ist mit einem großen zeitlichen Aufwand und einem akribischen Vorgehen verbunden.

Der nächste typische Gliederungspunkt innerhalb eines Geschäftsberichts ist der „Brief an die Aktionäre“. Hier formuliert der Vorstand des Unternehmens einen Text an seine Aktionäre und kann in diesem Rahmen bereits intensiv zu einer guten und investorenfreundlichen inhaltlichen Kommunikation beitragen. In diesem Rahmen geht es insbesondere darum, auf die Kernaspekte der Unternehmensentwicklung einzugehen. Hierzu gehören Angaben zum Marktumfeld, genauso wie zum Kerngeschäft sowie zu Expansionsstrategien. Ebenso sind Angaben zu Akquisitionstätigkeiten und Wachstumspotenzialen von Interesse und für einen informativen Inhalt dieses Kapitels essentiell. Branchenspezifische Herausforderungen und Probleme sollten neben einer abschließenden Vorstellung der einzelnen Vorstandsmitglieder erläutert werden. Werden diese Aspekte angesprochen und erläutert, so informiert der Vorstand in diesem Kapitel inhaltlich informativ und geht sowohl auf Chancen als auch auf Risiken des Unternehmens und seiner Entwicklung ein.

Der „Bericht des Aufsichtsrats“ bildet die Berichterstattung des Aufsichtsratsvorsitzenden an die Eigentümer des Unternehmens ab. Diesem Kapitel kommt im Bereich der Corporate Governance und damit auch in dieser Arbeit eine hohe Bedeutung zu, da der Aufsichtsrat im Rahmen der Trennung von Eigentum und Verfügungsmacht als Überwachungsinstanz des Vorstands in einem besonderen Verhältnis zu den (potentiellen) Investoren steht. Insofern sollte der Aufgabenbereich des Vorstands erläutert und die Zusammenarbeit zwischen Aufsichtsrat und Vorstand im abgelaufenen Geschäftsjahr dargestellt werden. Ferner sollte auf personelle Veränderungen in Vorstand und Aufsichtsrat sowie auf Beratungsschwerpunkte eingegangen werden. Angaben zu Sitzungen des Aufsichtsrats, zu gebildeten Ausschüssen und deren Aufgabenbereichen sollten ebenfalls Bestandteil dieses Kapitels sein, um den Leser mit informativen Inhalten zu versorgen. Die Prüfung des Konzernabschlusses sollte erläutert werden und mögliche Interessenkonflikte der Mitglieder von Vorstand und Aufsichtsrat thematisiert werden. Außerdem bilden die Vorstellung der Aufsichtsratsmitglieder und Erläuterungen zur Entsprechenserklärung zum DCGK essentielle Angaben in diesem Kapitel.

In dem Kapitel „Die Aktie“ sollten allgemeine Angaben zur Entwicklung der Kapitalmärkte enthalten sein. Dies stellt das Umfeld des Unternehmens als börsennotierte Firma dar und lässt erste Vergleiche der Aktienkursentwicklung des Unternehmens zur allgemeinen Marktentwicklung zu. Dieser Vergleich sollte auch in einem Chart visualisiert sein, wo die Aktienkursentwicklung des Unternehmens mit einer Benchmark, wie einem Index, verglichen

wird. Des Weiteren sollten eine oder mehrere Tabellen mit Kennzahlen und Stammdaten zur Aktie aufgeführt sein. Diese informativen Angaben können gerade in Tabellenform einen guten und schnellen Überblick für einen Investor darstellen und tragen auf diese Weise zu einer investorenfreundlichen Kommunikation von Informationen bei. Eine Darstellung von Analystenempfehlungen sowie durchgeführten Investor Relations Aktivitäten runden die informativen Inhalte im Geschäftsberichtskapitel „Die Aktie“ ab. Von besonderer Bedeutung, insbesondere für größere Investoren, sind Informationen zur Aktionärsstruktur des Unternehmens. Auch Angaben zu dieser sollten im Kapitel enthalten sein.

Der „Corporate Governance Bericht“ innerhalb der Geschäftsberichte hat in den vergangenen Jahren deutlich an Relevanz gewonnen und eine Auswertung dieses Kapitels ist für die vorliegende Arbeit ein wichtiger Bestandteil (Lerner et al. (2011)). Corporate Governance als Werttreiber-Kategorie von Private Equity Investoren sollte auch im Rahmen der vorliegenden Stichprobe in den Geschäftsberichten der Portfoliounternehmen zum Ausdruck kommen. Inhaltlich gehört hierzu eine grundsätzliche Darstellung der Unternehmensführung durch den Vorstand und eine Entsprechenserklärung zum DCGK. Außerdem Erläuterungen zum Code of Compliance sowie zur Arbeitsweise und Zusammensetzung von Vorstand und Aufsichtsrat. Ferner sollten Angaben zu gebildeten Ausschüssen und deren Mitgliedern vorliegen. Die praktizierte Kommunikation des Unternehmens mit dem Kapitalmarkt ist im Rahmen des Corporate Governance Berichts wichtig und sollte erwähnt werden. In diesem Rahmen sollten insbesondere Angaben zu getätigten Directors-Dealings<sup>103</sup> enthalten sein und erläutert werden. Eine detaillierte Angabe des Aktienbesitzes der Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder sowie eine Offenlegung der individuellen Vergütungen inklusive einer Darstellung von langfristigen und variablen Vergütungskomponenten, insbesondere Aktienoptionsprogrammen, sind Bestandteil eines informativen und investorenfreundlichen Kapitels.<sup>104</sup>

Ziel ist es, durch eine Angabe der aufgeführten Kriterien im „Corporate Governance Bericht“, eine umfassende Information von relevanten Aspekten in einem Kapitel des Geschäftsberichts zu erreichen. Fehlen in der Checkliste erfasste Transparenzkriterien oder stehen diese an einer anderen Stelle bzw. in einem anderen Kapitel des Geschäftsberichts,

<sup>103</sup> Umfasst Wertpapiergeschäfte von Personen in Führungspositionen (Vorstand und Aufsichtsrat) oder ihnen nahestehenden Personen/Gesellschaften mit Wertpapieren des eigenen Unternehmens (Kaserer et al. (2007)).

<sup>104</sup> Im Rahmen der Kriterien-Entwicklung zur qualitativen Analyse wird auch deutlich, dass eine bemerkenswerte Zahl an Unternehmen auch die durch den DCGK empfohlenen Informationsangaben nicht aufführt. Insofern ist eine Erläuterung der genannten Aspekte als qualitative Transparenz zu betrachten bzw. zu werten.

so mindert dies nicht nur die Investorenkommunikation in diesem Kapitel, sondern auch im gesamten Geschäftsbericht. Eine zielgerichtete inhaltliche Kommunikation von Transparenzkriterien ist somit essenziell.

Der „Lagebericht“ wird als umfangreiches Kapitel eines Geschäftsberichts mit Hilfe der Industrie-Checkliste von Baetge (2012) analysiert. Das Kapitel gliedert sich in die Unterkapitel „Geschäfts- und Rahmenbedingungen“, „Ertrags-, Finanz- und Vermögenslage“, „Nachtragsbericht“, „Risikobericht“ und „Prognosebericht“. Im ersten Unterkapitel der „Geschäfts- und Rahmenbedingungen“ werden neben der Konzernstruktur und Geschäftstätigkeit die Unternehmenssteuerung, -ziele und -strategie thematisiert und sollten anhand aussagekräftiger Informationen dargestellt werden. Der Geschäftstätigkeit im Bereich Forschung und Entwicklung (F&E) kommt eine besondere Wichtigkeit zu, so dass zu diesem Thema umfangreichere Informationen dargestellt sein sollten. Hier sollten insbesondere Aufwendungen im Bereich F&E erläutert werden und eine F&E-Strategie erkennbar sein.<sup>105</sup> Ferner sollte ein Überblick über den Geschäftsverlauf gegeben werden und prognostizierte wirtschaftliche und finanzielle Entwicklungen mit den eingetretenen verglichen werden. Diese Informationen bieten dem Investor die Möglichkeit, zum einen die Prognosefähigkeit des Vorstands zu beurteilen und Indizien für die Anfälligkeit des Geschäftsmodells des Unternehmens zu identifizieren. Das zweite Unterkapitel im Lagebericht geht auf die „Ertrags-, Finanz- und Vermögenslage“ des Unternehmens ein. Hierbei sind insbesondere mehrperiodische Übersichten von Finanzdaten als transparente und informative Investorenkommunikation zu betrachten. Neben diesen Finanzdaten sollte in diesem Unterkapitel auch eine Aussage zu sonstigen weichen Faktoren getroffen werden, die einen unmittelbaren Einfluss auf die Kernfinanzdaten haben oder haben können. Hierzu zählen beispielsweise Lieferantenbeziehungen und Kundenbeziehungen sowie der Austausch mit Investoren des Unternehmens, sowohl auf der Eigenkapital- als auch der Fremdkapitalseite. Abschließend sollte zusammenfassend eine Aussage des Vorstands zur Beurteilung der wirtschaftlichen Lage des Unternehmens getätigt werden. Dies unterstreicht die Zielsetzungen. Das folgende Unterkapitel „Nachtragsbericht“ sollte auf Vorgänge im Unternehmen mit besonderer Bedeutung für die Ertrags-, Finanz- und Vermögenslage eingehen. Der „Risikobericht“ sollte das Risikomanagementsystem des Unternehmens darstellen und erläutern

---

<sup>105</sup> In diesem Bereich gibt es in Abhängigkeit zur Geschäftstätigkeit des jeweiligen Unternehmens große Unterschiede. Ein Hightech-Unternehmen wird eine umfangreichere F&E-Tätigkeit praktizieren, als ein reiner Service-Dienstleister. Eine eindeutige Erläuterung dieses Umstandes wird jedoch als informativer Inhalt angesehen (siehe hierzu auch Kapitel 4.4.3).

sowie spezielle Einzelrisiken adressieren. Diese Einzelrisiken können in den Bereichen Strategie, Branche, Personal, Finanzen, IT etc. liegen. Abschließend sollte eine Beurteilung der Risikosituation des Unternehmens durch den Vorstand formuliert werden und in diesem Rahmen auch auf das Rating des Unternehmens eingegangen werden. Das letzte Unterkapitel des Lageberichts ist der „Prognosebericht“. Dieser Berichtsbestandteil kann relativ frei formuliert werden und der Umgang mit potenziellen Risikofaktoren ist für eine informative Investorenkommunikation essentiell. Insofern sollte auf die Ausrichtung und die erwarteten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen des Unternehmens in den nächsten Jahren eingegangen werden. Hierunter fallen Angaben zur Geschäftspolitik, zu künftigen Absatzmärkten, dem Einsatz neuer Technologien sowie mögliche Änderungen im Produkt- und Dienstleistungsangebot der Firma. Ferner ist es im Rahmen einer transparenten Informationsdarlegung notwendig, auf die erwartete Ertrags- und Finanzlage einzugehen. Die bezieht Angaben zur geplanten Umsatz- und Ergebnisentwicklung genauso ein, wie zu vorgesehenen Finanzierungsmaßnahmen und Investitionen. Im „Prognosebericht“ sollen abschließend auch mögliche Chancen der Unternehmensentwicklung Erwähnung finden, die neben den in einem eigenen Unterkapitel aufgeführten Risiken, eine ganzheitliche zukünftige Entwicklungsperspektive darstellen sollen. Hierbei geht es insbesondere um strategische und leistungswirtschaftliche Chancendarlegung. Die aufgeführten umfangreichen Unterkapitel des „Lageberichts“ zeigen, dass dieses Kapitel einen, insbesondere im Vergleich zu anderen Kapiteln innerhalb eines Geschäftsberichts, großen Gestaltungsspielraum ermöglicht und hierdurch einen guten Proxy für die Transparenzintensität und den Transparenzwillen der handelnden Personen im Unternehmen darstellt.

Der „Anhang“ bildet das umfangreichste und letzte Kapitel der durchgeführten qualitativen Geschäftsberichtsanalyse. Der „Anhang“ ist in die Unterkapitel „Allgemeine Angaben zum Anhang“, „Grundsätze der Bilanzierung und Bewertung“, „Erläuterungen zu den einzelnen Posten der Bilanz“, „Erläuterungen zu den einzelnen Posten der GuV“, „Angaben zum Konsolidierungskreis“, „Angaben zur Konsolidierungsmethodik“, „Angaben zu Kapitalflussrechnung“, „Angaben zur Segmentberichterstattung“, „Angaben zu Finanzinstrumenten“ und „Sonstige Angaben“ gegliedert und sollte detaillierte Informationen zu den zum Teil bereits in vorigen Kapiteln dargestellten Finanzkennzahlen liefern.

Das Unterkapitel „Allgemeine Angaben zum Anhang“ geht auf die Nicht-Vergleichbarkeit von Vorjahresbeträgen ein. Hierzu zählen eine Nennung der Gründe und eine Angabe der

betroffenen Posten im Anhang ebenso wie eine Angabe der angepassten Posten und die Gründe für eine abweichende Ermittlung. Das zweite Unterkapitel „Grundsätze der Bilanzierung und Bewertung“ hat zum Ziel die auf die Posten der Bilanz und GuV angewandten Bewertungsmethoden darzustellen. Dies beinhaltet eine Angabe der betroffenen Vermögenswerte und Verbindlichkeiten sowie deren Buchwerte. Hinzu kommen diverse Einbeziehungen von bewertungsrelevanten Aspekten und eine Erläuterung der hiermit verbundenen Methodik.<sup>106</sup> Eine Besonderheit in diesem zweiten Unterkapitel bilden Angaben zu Unternehmenszusammenschlüssen. Dies kann auch für Private Equity Investoren interessant sein, insbesondere, wenn diese eine Buy-and-Build Strategie verfolgen. In diesem Rahmen ist eine Gegenüberstellung der Buchwerte vor der Übernahme und der zum Übernahmezeitpunkt ermittelten Zeitwerte lediglich nach Bilanzpostengruppen von Bedeutung und sollte erläutert werden. Ferner sollte auf den positiven bzw. negativen Unterschiedsbetrag der Erstkonsolidierung eingegangen werden. In den nächsten beiden Unterkapiteln werden Erläuterungen zu den einzelnen Posten der Bilanz und GuV vorgenommen. Hier ist insbesondere die detailliertere Darstellung von Sammelposten wie den sonstigen betrieblichen Aufwendungen/Erträgen aufgeführt. Außerdem sollte eine gesonderte Angabe der Bestandteile des Steueraufwands und Ertrags dargestellt werden, genau wie eine Aufgliederung der Umsatz-, Vertriebs- und Verwaltungskosten. Dies ermöglicht einem Investor direkte Informationen zu einzelnen relevanten Kostenpositionen zu erhalten. Das Unterkapitel „Angaben zum Konsolidierungskreis“ beinhaltet Informationen zu Tochter- und Gemeinschaftsunternehmen, insbesondere hinsichtlich deren finanzieller Kennzahlen. Ferner sollte eine Nicht-Konsolidierung aus Gründen der Unwesentlichkeit anhand von nachvollziehbaren Kennzahlen begründet werden. Die „Angaben zur Konsolidierungsmethode“ beziehen sich auf die Erwerbsmethode und sollten eine Erläuterung des Geschäfts- oder Firmenwerts (GoF) beinhalten. Hierzu gehören auch Ausführungen zur Abschreibung des GoFs. Im Unterkapitel "Angaben zur Kapitalflussrechnung" sollten neben Angaben zu den verfügbaren Kreditlinien auch konsolidierte Cashflows aus Betriebs-, Investitions- und Finanzierungstätigkeit einbezogen werden. Abschließend sollten Erläuterungen zur Kapitalflussrechnung vorgenommen werden. Die darauf folgenden „Angaben zur Segmentberichterstattung“ konzentrieren sich auf Angaben zu Geschäftstätigkeiten mit sonstigen Kunden

---

<sup>106</sup> Diese Aspekte sind in der Gesamttabelle der qualitativen Transparenzkriterien aufgeführt. Insbesondere die hier vorgestellten ersten Unterkapitel des Anhangs werden in der Regel von Wirtschaftsprüfern geschrieben und bilden damit nur bedingt den eigentlichen inhaltlichen Input der Unternehmensinternen ab. Die Berücksichtigung hier erfolgt, weil auch das Engagement und damit die Intensität von inhaltlichen Transparenzaspekten durch Dritte zu einer gesteigerten Investorenkommunikation beitragen können.

(Dritten) und anderen Segmenten<sup>107</sup> sowie der segmentbezogenen Darstellung von Finanzkennzahlen. Daraufhin sollte eine Überleitung der segmentbezogenen Finanzkennzahlen zu aggregierten Jahresabschlusszahlen vorliegen. Diese Überleitungsrechnung sollte in einer separaten Tabelle visualisiert und die beinhalteten Kennzahlen erläutert werden, um einen umfassenden und detaillierten Einblick in die einzelnen Segmente des betrachteten Unternehmens gewinnen zu können. Im Rahmen dieses Unterkapitels sollte auch auf Verrechnungspreise zwischen den einzelnen Unternehmenssegmenten eingegangen werden. Das vorletzte Unterkapitel des Anhangs „Angaben zu Finanzinstrumenten“ geht auf den Einsatz derivativer Finanzinstrumente im Unternehmen ein. In diesem Rahmen sollte über derivative Finanzinstrumente berichtet und Angaben zu deren Bewertung sowie zu Gewinnen oder Verlusten aus diesen gemacht werden. Das letzte Unterkapitel lautet „Sonstige Angaben“. Hier sollten Angaben zum Gesamtbetrag der nicht aus der Bilanz ersichtlichen sonstigen finanziellen Verpflichtungen gemacht werden, soweit sie für die Finanzlage des Unternehmens von Bedeutung sind. Ferner sollten Erläuterungen zum Ergebnis pro Aktie und der Existenz und dem Einsatz mezzaniner Finanzierungsprodukte vorgenommen werden.

Als Ergebnis des Analyseprozesses ergibt sich durch den 0-1-Vergleich eine Zusammenfassung der Transparenzkriterien nach den Geschäftsberichtskapiteln für jedes einzelne Unternehmen vor und nach dem Einstieg der Finanzinvestoren.

Als nächster Schritt ist es möglich, die Datei mit den ermittelten Qualitätsgraden aus Kapitel 4.4.1 in die einzelnen Teilstichproben zu unterteilen gemäß den Geschäftsberichtskapiteln (Einführung, Brief an die Aktionäre, AR-Bericht,...). Dieser Schritt dient lediglich als Vorbereitung zum Einlesen in ein beliebiges Statistikprogramm. Diese Erkenntnisse werden daraufhin noch modifiziert und die Beobachtungen vorher (pre) und nachher (post) für jedes Unternehmen zusammengefasst als einzelne Merkmalsausprägung.<sup>108</sup> Die Struktur des Datensatzes ist danach die Folgende (gilt vereinfacht für alle Kapitel der Geschäftsberichte):

---

<sup>107</sup> Dies umfasst im Wesentlichen unternehmensinterne Einheiten.

<sup>108</sup> Im Gegensatz zu Kapitel 4.4.1 hier aber für die einzelnen Teilstichproben.

Tabelle 10: Beispielhafte Struktur des qualitativ zu analysierenden Datensatzes

Obs	Pre	Post	Gain
Unternehmen <sub>1</sub>	pre <sub>1</sub>	post <sub>1</sub>	gain <sub>1</sub>
...	...	...	...
Unternehmen <sub>n</sub>	pre <sub>n</sub>	post <sub>n</sub>	gain <sub>n</sub>

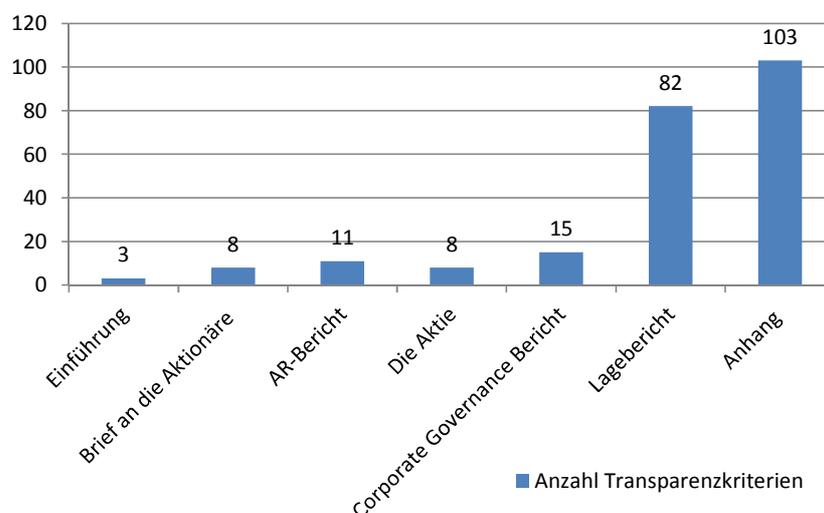
Quelle: Eigene Darstellung (2015).

Der nächste Schritt ist das Einlesen in ein Statistikprogramm (z.B. R) und die Auswertung durch einen Einstichproben-t-test.

Insgesamt umfasst die konzipierte Checkliste 230 qualitative Transparenzkriterien. Abbildung 8 zeigt die Einteilung dieser Transparenzkriterien in die einzelnen Geschäftsberichts-kapitel. Dies ist für die folgende Auswertung relevant.

Es wird deutlich, dass insbesondere der Lagebericht und Anhang die größte Anzahl an qualitativen Transparenzkriterien beinhalten können. Dies ist damit zu begründen, dass diese Kapitel auch den höchsten textlichen Inhalt haben. Aus diesem Grund sind diesen Kapiteln, die sich in der Regel über viele Seiten erstrecken, mehr qualitative Transparenzkriterien zu entnehmen, als einem kurzen Kapitel über eine Seite.

Abbildung 8: Transparenzkriterien nach Geschäftsberichts-kapiteln



Quelle: Eigene Erhebung und Darstellung (2016).

Das Kapitel „Einführung“ wird lediglich auf 3 Transparenzkriterien geprüft. Die Kapitel „Brief an die Aktionäre“ und „AR-Bericht“ auf 8 und 11 Kriterien. Im Kapitel „Die Aktie“ und dem „Corporate Governance Bericht“ sind 8 bzw. 15 Transparenzkriterien formuliert. Abschließend bilden der „Lagebericht“ und der „Anhang“ mit 82 respektive 103 Transparenzkriterien die umfangreichsten Kapitel. Eine Betrachtung der absoluten Transparenzwerte für die einzelnen Geschäftsberichts-kapitel ist unter Berücksichtigung dieser Aufteilung der Transparenzkriterien vorzunehmen.

#### 4.4.3 Statistische Auswertung der Stichproben

Bei der qualitativen Analyse wird die vorliegende Stichprobe zum einen als Gesamtstichprobe und zum anderen für die zwei im vorigen Kapitel dargestellten Teilstichproben ausgewertet.

Tabelle 11 zeigt in Panel A deskriptive Statistiken zu den Transparenzkriterien der Gesamtstichprobe. Das arithmetische Mittel der Transparenzkriterien aus der Checkliste liegt vor den Deals bei einem Wert von 78,9 und bei 93,44 nach den Deals. Die korrespondierende Standardabweichung bei 21,83 respektive 23,81. Bereits hierdurch wird deutlich, dass nach den Deals deutlich mehr Transparenzkriterien vorliegen als vor den Deals. Das Intervall der vorkommenden Transparenzkriterien liegt vor den Deals bei 20 bis 134 als Maximum und zwischen 46 und 156 nach den Deals. Hier ist festzustellen, dass das Minimum der Transparenzkriterien vor den Deals mit 20 weniger als die Hälfte der Transparenzkriterien mit 46 nach den Deals ausmacht. Dies ist eine deutliche und damit bemerkenswerte relative Verbesserung, obgleich der grundsätzliche Qualitätsgehalt bzw. -grad als gering zu bezeichnen ist.<sup>109</sup>

---

<sup>109</sup> Grundsätzlich ist an dieser Stelle anzumerken, dass der Geschäftsbericht mit den meisten Übereinstimmungen einen Anteil von unter 50% an allen möglichen Kriterien erreicht. Dies deutet zum einen darauf hin, dass in der konzipierten Checkliste sehr viele Kriterien enthalten bzw. die Checkliste damit umfassend ist und zum anderen, dass noch immer deutliches Verbesserungspotenzial in der Investorenkommunikation im Medium Geschäftsbericht vorliegt.

Tabelle 11: Deskriptive Statistiken der qualitativen Analyse nach Geschäftsberichtskapiteln

	n (n=71)				
	Arithm. Mittel (Gain- Variable)	Std. Abw.	Min	Median	Max
<b>Panel A: Transparenzkriterien</b>					
Qualitative Charakteristika (vor dem Deal)	78,90	21,83	20	78	134
Qualitative Charakteristika (nach dem Deal)	93,44	23,81	46	94	156
Panel B: vor dem Deal					
Einführung	1,55	0,92	0	2	3
Brief an die Aktionäre	5,03	2,50	0	6	8
AR-Bericht	6,83	2,86	0	7	11
Die Aktie	3,79	2,87	0	4	8
Lagebericht	26,75	9,06	6	26	56
Corporate Governance Bericht	3,28	3,77	0	2	13
Konzernanhang	31,68	13,22	0	31	69
Panel C: nach dem Deal					
Einführung	1,51	0,88	0	1	3
Brief an die Aktionäre	5,30	2,19	0	6	8
AR-Bericht	8	2,32	0	8	11
Die Aktie	3,89	2,82	0	4	8
Lagebericht	31,97	10,47	10	31	70
Corporate Governance Bericht	4,75	4,23	0	4	14
Konzernanhang	38,03	14,72	5	41	77

Quelle: Eigene Erhebung, Auswertung und Darstellung (2016).

Panel B und Panel C zeigen erste deskriptive statistische Ergebnisse zu der Teilstichprobe der Kapitel der Geschäftsberichte. Hier ist bereits festzustellen, in welchen Kapiteln der Geschäftsberichte mehr Transparenzkriterien vorzufinden sind und in welchen Kapiteln

weniger. Im Kapitel „Einführung“ liegt der Wert an Transparenzkriterien vor den Deals mit einem arithmetischen Mittel von 1,55 über jenem nach den Deals von 1,51. Mit einem Wert von 0,92 ist auch die Standardabweichung für dieses Kapitel vor den Deals gering. Nach den Deals liegt der korrespondierende Wert bei 0,88.

Das Kapitel „Brief an die Aktionäre“ zeigt hingegen im arithmetischen Mittel einen Anstieg des Transparenzwerts von 5,03 vor den Deals auf 5,3 nach den Deals. Die Standardabweichung liegt vor den Deals bei 2,5, wohingegen nach den Deals die Standardabweichung 2,19 beträgt.

Der „AR-Bericht“ zeigt als erstes Kapitel deutlichere Veränderungen. Das arithmetische Mittel des Transparenzwerts beträgt vor den Deals 6,83 und nach den Deals 8. Die korrespondierende Standardabweichung liegt bei 2,86 respektive 2,32.

Im Kapitel „Die Aktie“ ist auch eine Erhöhung des arithmetischen Mittel des Transparenzwerts festzustellen: Dieser liegt vor dem Deal bei 3,79 und nach den Deals bei 3,89. Die zugehörigen Standardabweichungen betragen 2,87 und 2,82 vor bzw. nach den Deals.

Der „Lagebericht“ weist ein arithmetisches Mittel der Transparenzwerte der einzelnen Geschäftsberichte von 26,75 vor den Deals und von 31,97 nach den Deals auf. Die Standardabweichungen betragen hier 9,06 vor und 10,47 nach den Deals.

Das folgende Kapitel „Corporate Governance Bericht“ beinhaltet im arithmetischen Mittel 3,28 qualitative Transparenzkriterien vor den Deals und 4,75 nach den Deals. Diese Veränderung geht mit einer Standardabweichung von 3,77 vor den Deals und 4,23 nach den Deals einher.

Das abschließende Kapitel bildet der „Anhang“ mit 103 Transparenzkriterien, die im Rahmen der Analyse geprüft werden. Hier kann vor den Deals ein arithmetisches Mittel der Transparenzwerte von 31,68 und nach den Deals von 38,03 festgestellt werden. Die Standardabweichungen liegen hierfür bei 13,22 vor den Deals und bei 14,72 nach den Deals.

In der folgenden Tabelle 12 wird ein detaillierter Vergleich der Transparenzkriterien ein Jahr vor dem Deal und ein Jahr nach dem Deal für die Gesamtstichprobe und die Teilstichproben der einzelnen Geschäftsberichts-kapitel durchgeführt. Hierzu werden die Zuwächse an Transparenzkriterien ( $gain_i$ ) betrachtet und auf statistische Signifikanz geprüft.  $CI(lb)$  und  $CI(ub)$  bilden dabei die Grenzen des Konfidenzintervalls.

Tabelle 12: Zusammenfassung qualitative Analyse nach Geschäftsberichtskapiteln

	Anzahl Deals (n)	Schätzer der Gain-Variable	t-Wert	p-Wert (t- test)	CI (lb)	CI (ub)
<i>Panel A: Zuwachs über alle Deals</i>						
Gesamtstichprobe	71	14,54	8,17	0,0000	10,99	18,08
<i>Panel B: Zuwachs innerhalb der einzelnen Geschäftsberichtskapitel</i>						
Einführung	71	-0,04	-0,35	0,7282	-0,28	0,20
Brief an die Aktionäre	71	0,27	0,92	0,3615	-0,31	0,85
AR-Bericht	71	1,17	3,78	0,0003	0,55	1,79
Die Aktie	71	0,10	0,34	0,7319	-0,47	0,67
Lagebericht	71	5,23	7,69	0,0000	3,87	6,58
Corporate Governance Bericht	71	1,46	3,54	0,0007	0,64	2,29
Konzernanhang	71	6,35	6,27	0,0000	4,33	8,37

Quelle: Eigene Erhebung, Auswertung und Darstellung (2016).

Für die Gesamtstichprobe der 71 Deals mit den 142 betrachteten Geschäftsberichten liegt der Mittelwert des Zuwachses an Transparenzkriterien bei 14,54. Der dazugehörige t-Wert zeigt mit 8,17 ein hoch signifikantes Ergebnis.

Die Ergebnisse der einzelnen Geschäftsberichtskapitel verdeutlichen, welcher informative Inhalt eine Veränderung während des Engagements des Finanzinvestors erfahren hat bzw. hinzugekommen ist. Hierbei gilt es insbesondere zu beachten, ob Kapitel vorliegen, auf die der Schreibende einen großen individuellen Einfluss ausüben kann, unabhängig, ob dies auf den Investor direkt oder indirekt zurückzuführen ist.<sup>110</sup> Das Kapitel „Einführung“ zeigt mit einem Mittelwertschätzer des Zuwachses an Transparenzkriterien von -0,04 eine geringfügige Abnahme an Transparenzkriterien von dem Geschäftsbericht vor dem Deal zu jenem nach dem Deal an. Jedoch bestätigt der dazugehörige t-Wert von -0,35 keine Signifikanz. Im nächsten Kapitel „Brief an die Aktionäre“ liegt der Mittelwertschätzer des Zuwachses

<sup>110</sup> Eine Klassifizierung, ob ein direkter oder indirekter Einfluss des Investors den Inhalt des Geschäftsberichts prägt wird in der vorliegenden qualitativen Analyse nicht betrachtet.

an Transparenzkriterien bei 0,27. Der dazugehörige t-Wert bei 0,92 signalisiert abermals keine Signifikanz des Ergebnisses.

In den „AR-Berichten“ kann ein Mittelwertschätzer des Zuwachses an Transparenzkriterien von 1,17 festgestellt werden, der mit einem t-Wert von 3,78 ein hoch signifikantes Ergebnis ausweist. Bereits hier kann festgehalten werden, dass der Aufsichtsrat als oberste Kontrollinstanz einer Aktiengesellschaft transparent kommunizieren sollte und dies auch nach dem Einstieg eines Finanzinvestors in höherem Maße praktiziert als zuvor.

Im Kapitel „Die Aktie“ liegt der Mittelwertschätzer des Zuwachses an Transparenzkriterien bei lediglich 0,1. Der t-Wert von 0,34 signalisiert die Insignifikanz des Anstiegs. Dagegen zeigt der „Corporate Governance Bericht“ einen signifikanten Mittelwertschätzer für den Zuwachs an Transparenzkriterien von 1,46. Der t-Wert weist einen hoch signifikanten Wert von 3,54 aus und verdeutlicht damit, dass in diesem Kapitel - neben dem „AR-Bericht“ - nach den Deals signifikant mehr Transparenzkriterien aus der Checkliste identifiziert werden als vor den Deals.

Dem „Lagebericht“ gilt mit seinen zum Teil ausführlichen Erläuterungen ein besonderes Augenmerk. In diesem Kapitel haben die Autoren viele Möglichkeiten, Einfluss auf den Inhalt und somit auch eine transparente Kommunikation zu nehmen. Der hoch signifikante Mittelwertschätzer für den Zuwachs an Transparenzkriterien liegt bei 5,23 und einem Wert der t-Statistik von 7,69. Auch das letzte Kapitel „Anhang“ zeigt einen hoch signifikanten Mittelwertschätzer für den Zuwachs an Transparenzkriterien von 6,35 mit einem t-Wert von 6,27.

Neben der zuvor durchgeführten Betrachtung der einzelnen Geschäftsberichts-kapitel wird auch im Rahmen der qualitativen Analyse eine Auswertung der in der quantitativen Analyse ausgewerteten Teilstichproben durchgeführt. Dies sind die Teilstichproben „Deals vor und in 2005“ sowie „Deals nach 2005“, die Höhe des „Anteilsbesitzes“ des Finanzinvestors, der „Umsatz“ des Targets, das „Marktsegment“, in dem das Target gelistet ist und die „Niederlassung“ bzw. Herkunft des Finanzinvestors. Diese Ergebnisse sind in der folgenden Tabelle 13<sup>111</sup> dargestellt.

---

<sup>111</sup> Die Anzahl der Deals innerhalb der einzelnen Teilstichproben kann von der Anzahl der in der Gesamtstichprobe enthaltenen Deals abweichen. Dies ist mit der Datenverfügbarkeit zur Analyse der einzelnen Teil-

Tabelle 13: Qualitative Auswertung Teilstichproben

	Anzahl Deals (n)	Schätzer der Gain- Variable	p-Wert (t- test)	CI (lb)	CI (ub)
<i>Panel A: Gesamtstichprobe</i>					
Gesamtstichprobe	71	14,54	0,0000	10,99	18,08
<i>Panel B: Teilstichprobe vor/nach 2005</i>					
Deals vor und in 2005	28	16,11	0,0000	9,68	22,54
Deals nach 2005	43	13,51	0,0000	9,21	17,81
<i>Panel C: Teilstichprobe Anteilsbesitz</i>					
$x \leq 25\%$	23	15,79	0,0000	9,99	21,60
$25\% < X \leq 50\%$	16	17,00	0,0001	9,87	24,13
$50\% < X \leq 75\%$	11	17,09	0,0014	8,39	25,80
$75\% < X \leq 100\%$	17	10,47	0,0431	0,37	20,57
<i>Panel D: Teilstichprobe Umsatz (in Millionen EUR)</i>					
$0 \leq 100$	28	12,11	0,0000	6,29	16,06
$100 < Y \leq 500$	16	15,94	0,0002	8,96	22,91
$500 < Y \leq 1.000$	9	7,11	0,0661	-0,60	14,82
$> 1.000$	14	15,21	0,0140	3,63	26,80
<i>Panel E: Teilstichprobe Marktsegment</i>					
Prime Standard	38	16,39	0,0000	11,72	21,07
General Standard	24	12,21	0,0025	4,75	19,66
Entry Standard	7	14,43	0,0116	4,58	24,27
<i>Panel F: Teilstichprobe Niederlassung des Investors</i>					
Deutschland	28	13,57	0,0000	7,94	19,20
USA, UK	29	17,34	0,0000	10,98	23,71
Sonstige	10	10,70	0,0196	2,16	19,24

Quelle: Eigene Erhebung, Auswertung und Darstellung (2016).

stichproben zu begründen: Nicht zu allen Deals konnten Informationen für die Analyse der innerhalb der Teilstichproben enthaltenen Unternehmen recherchiert werden.

In Panel A der Tabelle 13 werden die Ergebnisse für die Gesamtstichprobe aus Gründen der Vergleichbarkeit erneut aufgeführt. Das Panel B zeigt die Einteilung mit den bis einschließlich 2005 erfassten Deals und die nach 2005 erfassten Deals. Bis einschließlich 2005 sind 28 Transaktionen und nach dem Jahr 2005 43 Transaktionen erfasst. Der Mittelwertschätzer des Zuwachses an Transparenzkriterien liegt bis 2005 bei 16,11 und nach 2005 bei 13,51. Trotz gesetzlicher Änderungen im Bereich Corporate Governance sind beide Ergebnisse hoch signifikant mit einem p-Wert des t-Tests von 0,0000. Hier ist es unabhängig von der gewählten Betrachtungsperiode zu hoch signifikanten Veränderungen der Transparenzkriterien gekommen. Panel C zeigt die Ergebnisse für die Teilstichprobe Anteilsbesitz und weist die Deals nach dem erworbenen Anteil des Finanzinvestors am Grundkapital des Targets bei Erstengagement aus. Bei 23 Deals erwirbt der Finanzinvestor 25% oder weniger an dem Target und geht damit eine Minderheitsbeteiligung ein. Der Mittelwertschätzer liegt hier bei 15,79 und dies bei einem hoch signifikanten p-Wert des t-Tests von 0,0000. Bei 16 Deals erwirbt der Finanzinvestor mehr als 25% am Grundkapital des Targets, aber nicht mehr als 50%, bleibt demnach in einer Minderheitsbeteiligung.<sup>112</sup> Hier liegen der Mittelwertschätzer des Zuwachses an Transparenzkriterien bei 17,00 und der p-Wert des t-Tests bei hoch signifikanten 0,0001. Für einen Anteilsbesitz am Target von mehr als 50%, aber höchstens 75% sind 11 Deals erfasst, mit einem Mittelwertschätzer von 17,09 und einem hoch signifikanten p-Wert des t-Tests von 0,0014. Für die 17 Deals, bei denen ein Anteilsbesitz von über 75% am Grundkapital des Targets eingegangen wird, ergibt sich ein Mittelwertschätzer des Zuwachses an Transparenzkriterien von 10,47 bei einem signifikanten p-Wert des t-Tests von 0,0431.

In Panel D sind die in der Gesamtstichprobe enthaltenen Deals nach den Umsätzen der Targets klassifiziert. Die erste Klasse beinhaltet die Targets mit einem Umsatz im Jahr des Erwerbs des Investors bis zu 100 Mio. EUR. In dieser Klasse sind 28 Targets repräsentiert, die einen Mittelwertschätzer des Zuwachses an Transparenzkriterien von 12,11 ausweisen mit einem hoch signifikanten p-Wert der t-Statistik von 0,0000. Die zweite Klasse beinhaltet 16 Targets mit einem Umsatz über 100 Mio. EUR bis zu 500 Mio. EUR. Hier liegen der Mittelwertschätzer des Zuwachses an Transparenzkriterien bei 15,94 und der p-Wert des t-Tests bei hoch signifikanten 0,0002. Die dritte Klasse repräsentiert 9 Unternehmen mit einem Umsatz über 500 Mio. EUR, aber nicht mehr als 1 Mrd. EUR. Für diese Klasse beträgt

---

<sup>112</sup> Diese Minderheitsbeteiligung kann aber in den Folgejahren aufgestockt worden sein. Dies war nicht Überprüfungsgegenstand.

der Mittelwertschätzer des Zuwachses an Transparenzkriterien 7,11. Der dazugehörige p-Wert des t-Tests liegt bei schwach signifikanten 0,0661. Die vierte Klasse innerhalb dieser Teilstichprobe der Umsätze repräsentiert 14 Targets mit einem Umsatz über 1 Mrd. EUR. Hier beträgt der Mittelwert des Zuwachses an Transparenzkriterien 15,21 bei einem p-Wert des t-Tests von signifikanten 0,0140.

Panel E gliedert die in der Gesamtstichprobe enthaltenen Deals nach der Marktsegmentzugehörigkeit der Targets im Jahr des Erwerbs durch den Finanzinvestor. Im Marktsegment Prime Standard sind mit 38 Targets die meisten Unternehmen vertreten, deren Mittelwertschätzer des Zuwachses an Transparenzkriterien bei 16,39 liegt. Der dazugehörige p-Wert des t-Tests beträgt hoch signifikante 0,0000. Im Marktsegment General Standard sind 24 Targets enthalten. Hier liegen der Mittelwertschätzer des Zuwachses an Transparenzkriterien bei 12,21 und der p-Wert der t-Statistik bei hoch signifikanten 0,0025. Das Marktsegment Entry Standard beinhaltet in der vorliegenden Teilstichprobe 7 Targets mit einem Mittelwertschätzer des Zuwachses an Transparenzkriterien von 14,43. Der dazugehörige p-Wert des t-Tests ist signifikant und beträgt 0,0116.

Die letzte betrachtete Teilstichprobe in Panel F zeigt eine Klassifizierung nach der Herkunft des Investors: Deutschland, USA und UK sowie sonstige Herkunft. 28 der Finanzinvestoren, deren Deals in der Gesamtstichprobe enthalten sind, kommen aus Deutschland. Für diese liegt der Mittelwertschätzer des Zuwachses an Transparenzkriterien bei 13,57. Der dazugehörige p-Wert des t-Tests beträgt hoch signifikante 0,0000. Für die 29 Finanzinvestoren aus den USA und UK wird ebenfalls ein hoch signifikanter Mittelwertschätzer des Zuwachses an Transparenzkriterien von 17,34 ermittelt. 10 weitere Finanzinvestoren haben ihre Herkunft in anderen als den zuvor genannten Ländern. Der Mittelwertschätzer des Zuwachses an Transparenzkriterien für diese betrachtete Gruppe liegt bei 10,70 und der dazugehörige p-Wert der t-Statistik bei signifikanten 0,0196.

Auch bei dieser Auswertung der qualitativen Transparenzkriterien kann es zu Störeffekten und Verzerrungen kommen, auf die im folgenden Kapitel eingegangen wird. Eine Adressierung hilft dem Verständnis der im übernächsten Kapitel dargestellten Ergebniszusammenfassung.

#### 4.4.4 Störeffekte und Verzerrungen

Die durchgeführte qualitative Analyse und die dazugehörige statistische Auswertung können Störeffekten und Verzerrungen unterliegen.<sup>113</sup>

Das Problem nicht korrekt gewählter qualitativer Transparenzkriterien und damit in Zusammenhang stehend einer nicht umfangreichen Checkliste kann dadurch entkräftet werden, dass die konzipierte Checkliste im Rahmen der Grounded Theory in einem iterativen Verfahren entwickelt wird und 230 qualitative Transparenzkriterien beinhaltet und damit umfassend alle Kapitel eines Geschäftsberichts auf verschiedene Transparenzkriterien überprüft.

Geschäftsberichte sind als Untersuchungsmedium in ihrer Struktur gleich und eine Analyse nach den einzelnen Kapiteln gewährleistet ein einheitliches Vorgehen. Die Mehrfachnennung von Transparenzkriterien in unterschiedlichen Kapiteln ist in der vorliegenden Untersuchung nicht gänzlich auszuschließen. Allerdings wird das Analyseergebnis hierdurch kaum beeinflusst, da dieses auf einer Auswertung von 230 Kriterien beruht. Eine Fehlerhafte Konzeption der Gesamt-Checkliste kann durch das Vorgehen des iterativen Prozesses der Grounded Theory weitestgehend minimiert werden.

Eine Gewichtung der qualitativen Transparenzkriterien wird bei der Analyse und Auswertung in der vorliegenden Arbeit nicht praktiziert. Jedes Qualitätsmerkmal hat somit die gleiche Wichtigkeit und geht mit dem gleichen Gewicht in den Auswertungsprozess ein.<sup>114</sup>

Da die vorliegenden Geschäftsberichte manuell auf die in der Checkliste aufgeführten Transparenzkriterien überprüft werden, kann es grundsätzlich zu Unterschieden in der Ausführlichkeit der Darstellung von Inhalten kommen. Trotz eines besonderen Augenmerks und größter Sorgfalt in der Konzeption und Formulierung der qualitativen Transparenzkriterien, können hier Verzerrungen enthalten sein, die jedoch nicht zu einer Verzerrung des Gesamt-Analyseergebnisses führen, da nicht die Ausführlichkeit, sondern die Erwähnung von inhaltlichen Aspekten für die durchgeführte Analyse von primärer Bedeutung ist.

---

<sup>113</sup> Vgl. hierzu auch Kapitel 3.3.4

<sup>114</sup> Eine Priorisierung der einzelnen qualitativen Transparenzkriterien bedarf eines strukturierten und nachvollziehbaren Verfahrens, das den Rahmen dieser hinsichtlich Analyseprozesse bereits sehr umfangreichen Arbeit deutlich ausweiten würde. Die dadurch zusätzlich gewonnen Erkenntnisse lassen nicht zwangsweise einen eindeutigen Erkenntnisgewinn erwarten.

Auf Basis des durchgeführten Vorher-nachher-Vergleichs werden weitere Störeffekte und in diesem Zusammenhang insbesondere Faktoren wie die Zeit, grundlegende Unterschiede der Unternehmen etc. ausgeschlossen. Diese Faktoren können einen großen Einfluss auf den Transparenzgrad des Unternehmens haben. Diesem Umstand wird dadurch begegnet, dass die Zeitabstände vor und nach dem Einstieg der Finanzinvestoren gering sind. Ziel ist in diesem Zusammenhang auf Veränderungen in der Transparenz hinzuweisen und diese strukturiert zu erfassen.

Ferner unterliegt die Betrachtung einem sog. „Selection Bias“, da die Auswahl der untersuchten Unternehmen nicht zufällig erfolgt. Die Frage, ob es grundlegende Unterschiede zwischen den untersuchten und den nicht-untersuchten Unternehmen gibt, könnte nur durch eine separate Analyse beantwortet werden.<sup>115</sup> Diese erfolgt nicht, da das Ziel dieser Arbeit die reine (und nicht vergleichende) Betrachtung von Finanzinvestoren ist und dies insbesondere während der Haltedauer von Portfoliounternehmen. Auf diese Betrachtungen und mögliche weitergehende Analysen wird im letzten Kapitel 5 dieser Arbeit perspektivisch eingegangen.

#### 4.4.5 Zwischenergebnis zur qualitativen Transparenzanalyse

Zusammenfassend lässt sich für die qualitative Analyse feststellen, dass nach Einstieg eines Finanzinvestors signifikant mehr qualitative Transparenzkriterien in den Geschäftsberichten verwendet werden als vor dem Einstieg. Dies gilt unabhängig von der untersuchten Zeitperiode und konzentriert sich insbesondere auf bestimmte Kapitel innerhalb eines Geschäftsberichts. Dies lässt den Schluss zu, dass die in der Checkliste enthaltenen qualitativen Transparenzkriterien nach dem Einstieg eines Finanzinvestors tendenziell zunehmend Verwendung finden.

Für die Gesamtstichprobe von 71 Deals kann ein hoch signifikanter t-Wert von 8,17 ermittelt werden. Dieser Anstieg ist hoch signifikant.<sup>116</sup>

---

<sup>115</sup> Hierzu bedürfte es einer Kontrollgruppen-Analyse, um die Frage beantworten zu können, ob es hier beispielsweise strukturelle Unterschiede bei Unternehmen gibt, die nicht von Finanzinvestoren akquiriert werden? Die Konzeption einer solchen Kontrollgruppe bedarf eines umfangreichen, detaillierten Vorgehens.

<sup>116</sup> Für eine detailliertere Betrachtung des Deal-Zusammenhangs gilt die folgende Darstellung der Teilstichprobe „Anteilsbesitz“.

Für die qualitative Analyse der einzelnen Kapitel der Geschäftsberichte werden unterschiedliche Tendenzen deutlich. Die Kapitel „AR-Bericht“, „Corporate Governance Bericht“, „Lagebericht“ und „Anhang“ zeigen hoch signifikante Ergebnisse. Wohingegen die Kapitel „Einführung“, „Brief an die Aktionäre“ und „Die Aktie“ insignifikante Ergebnisse dokumentieren.

Das Kapitel „Einführung“ gilt als weniger umfangreiches Kapitel und wird demnach auch nur auf eine geringe Anzahl an Transparenzkriterien hin geprüft. Der Einfluss und die Intensität der Veränderung der Transparenzkriterien nach dem Einstieg eines Finanzinvestors sind gering. Unter dieser Prämisse gelten die Ergebnisse als bedingt geeignet für die Ergebnisinterpretation. Es lässt sich somit feststellen, dass dieses Kapitel tendenziell keine signifikanten Veränderungen an Transparenzkriterien aufweist und Finanzinvestoren hierauf keinen signifikanten Einfluss ausüben.

Das Kapitel „Brief an die Aktionäre“ zeigt einen Mittelwert des Zuwachses an Transparenzkriterien von 0,27, bei einem nicht signifikanten t-Wert. Dieses Ergebnis impliziert keine grundsätzlich positive Veränderung zu mehr angewendeten Transparenzkriterien nach dem Einstieg des Finanzinvestors. Der „Brief an die Aktionäre“ ist wie unter 4.4.2 bereits dargestellt ebenfalls ein relativ kurzes Kapitel und wird dementsprechend auf wenige Transparenzkriterien überprüft. Diese sind vielfach auch bereits vor dem Einstieg der Finanzinvestoren erfüllt, sodass mögliche positive Veränderungen tendenziell gering ausfallen.

Der „AR-Bericht“ ist als wichtiges Kapitel einzustufen, da der AR eine Sonderrolle als oberste Kontrollinstanz im Unternehmen einnimmt. Insofern sollte dieser (potenzielle) Investoren zielgerichtet informieren. Die dokumentierten hoch signifikanten Ergebnisse zeigen, dass im AR-Bericht eine Tendenz festzustellen ist, die hin zu einer informativeren mit mehr Transparenzkriterien berücksichtigenden Kommunikation führt. Anzumerken ist in diesem Rahmen auch, dass Finanzinvestoren zeitnah nach ihrem Einstieg versuchen AR-Positionen zu besetzen, um sowohl als Kontroll- als auch als Beratungsinstanz direkt am Unternehmensgeschehen<sup>117</sup> teilnehmen zu können (Kaserer et al. (2007)).

„Die Aktie“ bildet einen im Vergleich zu anderen Kapiteln eher standardisierten Bestandteil des Geschäftsberichts. Ein Mittelwertschätzer des Zuwachses an Transparenzkriterien von

---

<sup>117</sup> Hierzu zählen insbesondere strategische Aspekte und den Vorstand betreffende Entscheidungen.

0,1 und ein t-Wert von 0,34 zeigen keine signifikanten Veränderungen. Da dieses Kapitel in der Regel auch von Externen<sup>118</sup> verfasst wird und eher dokumentativen Charakter hat, ist die Bedeutung hinsichtlich der Veränderung von Transparenzkriterien nach dem Einstieg eines Finanzinvestors als gering einzustufen.

Der „Corporate Governance Bericht“ hat für die vorliegende Arbeit eine besondere Bedeutung. Gerade die Implementierung und Anwendung einer guten Corporate Governance gibt Hinweise auf die Transparenz innerhalb eines Geschäftsberichts und dessen informativen Inhalt. Mit einem Mittelwertschätzer des Zuwachses an Transparenzkriterien von 1,46, einem t-Wert von 3,54 und einem dazugehörigen p-Wert von 0,0007 wird eine hoch signifikante Zunahme an Transparenzkriterien aus der Checkliste dokumentiert. Insbesondere Angaben zu Vorstand und AR sowie zu Vergütungskomponenten sind nach dem Einstieg der Finanzinvestoren umfassender kommuniziert. Dies lässt den Schluss zu und bestätigt erneut, dass qualitative Transparenzkriterien im Bereich Corporate Governance während des Engagements von Finanzinvestoren tendenziell häufiger verwendet werden.

Im „Lagebericht“ als textlich sehr umfangreiches Kapitel können hoch signifikante Veränderungen der Transparenzkriterien festgestellt werden. Mit einem Mittelwertschätzer des Zuwachses an Transparenzkriterien von 5,23 und einem hoch signifikanten t-Wert von 7,69 wird deutlich, dass im „Lagebericht“ nach dem Einstieg eines Finanzinvestors mehr Transparenzkriterien aus der Checkliste verwendet werden als zuvor. Da dieses Kapitel wesentliche Informationen über Geschäftstätigkeit und -strategie enthält, ist dieses Ergebnis von hoher Wichtigkeit für die vorliegende Arbeit. In seiner Struktur ist dieses Kapitel relativ gesehen standardisiert, jedoch nur bedingt in seinem Inhalt. Hier gibt es eine Tendenz diese Flexibilität in der Kapitelgestaltung positiv zu nutzen, hin zu einem informativeren Inhalt nach dem Einstieg eines Finanzinvestors in ein Unternehmen.

Der „Anhang“ ist hinsichtlich der Anzahl der zu prüfenden Transparenzkriterien das umfangreichste Kapitel. Auch die Überprüfung dieses Kapitels liefert hoch signifikante Ergebnisse mit einem t-Wert von 6,27 und einen Mittelwertschätzer des Zuwachses an Transparenzkriterien von 6,35. Dieses Kapitel ist ebenfalls hinsichtlich Struktur als standardisiert zu bezeichnen, bietet aber Gestaltungsmöglichkeiten in der Intensität an informativem In-

---

<sup>118</sup> Beispielsweise Wirtschaftsprüfer, Steuerberater und/oder sonstige meist betriebswirtschaftliche Berater.

halt. Dieser Gestaltungsspielraum wird nach dem Einstieg eines Finanzinvestors tendenziell genutzt, um den informativen Inhalt in diesem Kapitel zu erhöhen.

Nach Darstellung der einzelnen kapitelbasierten Teilstichproben gilt es die wesentlichen Erkenntnisse der qualitativen Analyse aus den korrespondierenden Teilstichproben zusammenzufassen, die bereits im Rahmen der quantitativen Analyse betrachtet werden.

Für die zeitliche Betrachtung der Deals bis einschließlich 2005 und nach dem Jahr 2005 lassen sich keine signifikanten Unterschiede in der Transparenzintensität feststellen – beide Zeiträume zeigen hoch signifikante Ergebnisse. Dies lässt den Schluss zu, dass sowohl bis zum Jahr 2005 als auch bei Deals ab dem Jahr 2006 nach dem Einstieg der Finanzinvestoren mehr qualitative Transparenzkriterien verwendet werden.

Die Ergebnisse zu den Teilstichproben „Anteilsbesitz“ zeigen bedeutende Erkenntnisse. Für Minderheitsbeteiligungen bis zu 25% des Grundkapitals können hoch signifikante Veränderungen der Transparenzkriterien festgestellt werden. Für die Gruppierungen bis 50% des Grundkapitals und bis 75% zeigen sich ebenfalls hoch signifikante Veränderungen der Transparenzkriterien, wenn auch mit der Anteilshöhe steigend bei geringeren p-Werten. Für die 17 identifizierten Deals innerhalb der Gesamtstichprobe, bei denen mehr als 75% des Grundkapitals akquiriert wird, sind signifikante Veränderungen festzustellen. Tendenziell ist grundsätzlich davon auszugehen, dass die Finanzinvestoren mit einem hohen Anteilsbesitz mehr Entscheidungskraft im Unternehmen und damit auch mehr Einfluss auf die Transparenz im Geschäftsbericht haben. Hierfür gibt es in der vorliegenden Stichprobe aber keine Hinweise, im Gegenteil, bei einem geringen Anteilsbesitz sind die Transparenzverbesserungen stärker nachweisbar.

Die Teilstichproben der „Umsätze“ zeigen für Unternehmen bis 100 Mio. EUR und für jene mit Umsätzen über 100 Mio. EUR aber unter 500 Mio. EUR hoch signifikante Ergebnisse. Für jene Deals der Unternehmen mit Umsätzen über 500 Mio. EUR aber nicht mehr als 1 Mrd. EUR zeigen sich nur schwach signifikante Veränderungen und für die Deals bei denen Unternehmen mit Umsätzen über 1 Mrd. EUR akquiriert werden, sind signifikante Veränderungen der qualitativen Transparenzkriterien nachweisbar. Diese Abnahme der Signifikanz der Veränderung der Transparenzkriterien mit Zunahme des Umsatzes der Unternehmen kann tendenziell mit einer grundsätzlich intensiveren Corporate Governance in

Großunternehmen in Zusammenhang gesetzt werden. Dies gilt auch bereits vor dem Einstieg eines Finanzinvestors.

Eine Aufteilung und Betrachtung der „Marktsegmente“ zeigt, dass mit zunehmender Regulierung eines Marktsegments simultan auch die Signifikanz der Veränderung der Transparenzkriterien steigt. So werden für die Deals innerhalb des Entry Standards signifikante und für die Deals innerhalb von General und Prime Standard hoch signifikante Ergebnisse ermittelt. Hierdurch wird deutlich, dass auch das Marktsegment keinen signifikanten Einfluss auf die Veränderungen der qualitativen Transparenzkriterien in den Geschäftsberichten hat. Die Annahme, dass ein niedriges Marktsegment entsprechend der geringeren Regulierung mehr und ein hohes Marktsegment mit einer hohen Regulierung entsprechend weniger Potenzial zur Transparenzverbesserung ermöglichen, muss hier abgelehnt werden.

Die Teilstichproben mit der „Niederlassung“ des Finanzinvestors weisen hoch signifikante Veränderungen der Transparenzkriterien für deutsche und angelsächsische Finanzinvestoren aus. Die Investoren aus anderen Ländern zeigen hier lediglich signifikante Veränderungen. Da alle Targets in Deutschland beheimatet sind, lässt sich tendenziell eine geographische Nähe als positive Auswirkung auf die qualitative Transparenz in einem Geschäftsbericht konstatieren. Eine besondere Kompetenz im Bereich Corporate Governance durch angelsächsische Finanzinvestoren könnte bei qualitativen Transparenzkriterien von Bedeutung sein.

Zusammenfassend zeigt sich, dass umfangreichere und individueller gestaltbare Kapitel in dem zu analysierenden Textdokument (hier Geschäftsberichte), einen meist signifikanten Transparenzzuwachs dokumentieren. Im Vergleich zur Literatur werden hier ähnliche Erkenntnisse festgestellt. Kürzere und standardisierte Kapitel zeigen hingegen keine signifikanten Ergebnisse.<sup>119</sup>

---

<sup>119</sup> Siehe hierzu Kapitel 1.2.

#### 4.5 Vergleich quantitativer und qualitativer Analyseergebnisse

Die durchgeführte quantitative und qualitative Analyse bilden zwei grundsätzlich verschiedene Verfahren der Transparenzuntersuchung. Beide Verfahren werden in der Literatur bereits praktiziert, allerdings unter anderen Voraussetzungen als in der vorliegenden Arbeit.<sup>120</sup> Unterschiede in dieser Arbeit bilden hierbei insbesondere der Untersuchungsgegenstand (Medium Geschäftsbericht) und die Voraussetzungen einer Unternehmenstransaktion durch einen Finanzinvestor. Auf dieser Basis lassen sich die Verarbeitung und Kommunikation von Informationen sowie deren inhaltliche Aussage differenzieren. Beide Analyseverfahren lassen sich methodisch daher nur bedingt direkt vergleichen. Dennoch ist es möglich, deren Ergebnisse im Folgenden vergleichend zu betrachten.

Hierbei gilt es zu berücksichtigen, dass eine signifikante positive Veränderung der Transparenz anhand der quantitativen Analyse tendenziell drauf hindeutet, dass die Verarbeitung und Kommunikation von Informationen während des Engagements des Finanzinvestors zugenommen hat. Gleichzeitig kann jedoch keine signifikante Veränderung anhand der qualitativen Analyse vorliegen, was wiederum darauf hindeutet, dass die inhaltlichen Informationen gemäß der Transparenzcheckliste keine signifikante Veränderung aufweisen. Diese beiden aufgeführten Kombinationen können auch in allen anderen Varianten auftreten und somit eine gleichgerichtete Tendenz hinsichtlich der Transparenzintensität aufzeigen oder aber eine entgegen gerichtete. Dieser Ergebnisvergleich und die damit verbundene Implikation sind es, die für die vorliegende Arbeit auch von hoher Bedeutung sind: In keiner bekannten wissenschaftlichen Studie werden die in dieser Arbeit verwendeten Analyseverfahren in Kombination untersucht. Im Einklang mit dem Titel und der Themenstellung dieser Arbeit sind Finanzinvestoren immer mehr darauf angewiesen, erst in jüngerer Vergangenheit intensiv implementierte Werttreiber wie Corporate Governance umfassend zu nutzen.

Die Analyse der einzelnen Geschäftsberichts-kapitel wird lediglich in der qualitativen Analyse durchgeführt. Dies ist damit zu begründen, dass ein reiner Wording-Prozess, wie er in der quantitativen Analyse angewendet wird, nur ganzheitlich in einem Geschäftsbericht und

---

<sup>120</sup> Siehe hierzu die Literaturübersicht in Kapitel 1.2. Die qualitative Analyse mit der selbstentwickelten Checkliste zählt nicht hierzu, sondern ausschließlich die Untersuchung qualitativer Merkmale in Textdokumenten.

nicht separat für einzelne Kapitel betrachtet werden sollte.<sup>121</sup> Insofern lässt sich an dieser Stelle diesbezüglich kein Vergleich anstellen. Für die Ergebnisse der qualitativen Analyse in diesem Bereich wird auf Kapitel 4.4.5 verwiesen.

Unter Betrachtung der Gesamtstichprobe aller Deals zeigt die quantitative Analyse eine schwache Signifikanz der Veränderung der Wortquotienten. Für die gleiche qualitative Analysebetrachtung der 71 in der Stichprobe inkludierten Deals ergibt sich ein hoch signifikantes Ergebnis. Hier wird ein deutlicher Unterschied in den Ergebnissen der quantitativen und qualitativen Analyseergebnisse sichtbar. Dies bestärkt die Tendenz, dass eine rein quantitative Betrachtung anhand eines Wording-Prozesses keine umfangreichen Informationen zum Transparenzgehalt eines Geschäftsberichts liefert. Ferner könnte es eine Tendenz dahingehend geben, qualitative Transparenzkriterien vor quantitativen zu verbessern oder intensiver anzuwenden. Dafür könnte auch die von vielen Fondsmanagern immer noch händische Analyse bzw. Auswertung von Geschäftsberichten sprechen (ACATIS (2014)).<sup>122</sup>

Für die erste Teilstichprobe der Deals bis einschließlich 2005 und denjenigen nach 2005 zeigt die quantitative Analysebetrachtung lediglich für den zweiten Zeitraum nach 2005 schwach signifikante Ergebnisse für die Veränderung der Wortquotienten. Im Rahmen der qualitativen Analyse liegen zeitraumunabhängig hoch signifikante Ergebnisse vor. Diese Ergebnisse negieren die Hypothese, dass erweiterte Corporate Governance Vorgaben ab dem Jahr 2005 direkten signifikanten Einfluss auf die Ergebnisse dieser Untersuchung haben.

Für die zweite Teilstichprobe des Anteilsbesitzes wird im Rahmen der quantitativen Analyse deutlich, dass der p-Wert des t-Tests mit zunehmendem Anteilsbesitz tendenziell an Signifikanz verliert. So weist nur die Gruppierung der Minderheitsbeteiligungen kleiner-gleich 25% des Grundkapitals einen signifikanten Wert aus. Bei der qualitativen Analyse zeigt sich eine gleiche Tendenz, jedoch weisen die Deals mit Minderheitsbeteiligungen und bis zu 75% des Grundkapitals hoch signifikante Ergebnisse auf und jene Deals, bei denen zwischen 75% und 100% des Grundkapitals des Targets erworben werden, lediglich signifikant-

---

<sup>121</sup> Die quantitative Analyse basiert im Gegensatz zur qualitativen Analyse nicht auf Kriterien, die speziell für die einzelnen Kapitel innerhalb eines Geschäftsberichts konzipiert sind. Insofern ist auf dieser Basis eine Ergebnisinterpretation deutlich diffiziler (Hanley und Hoberg (2008, 2010)).

<sup>122</sup> Bei spezialisierten Fondsmanagern findet unter dem Gesichtspunkt qualitativer Analyseansätze nach wie vor ein intensiver manueller Prüfungsprozess statt (Aguja (2016)).

te Ergebnisse auf. Diese Erkenntnisse verdeutlichen erneut, dass die qualitative Analyse signifikantere Transparenzveränderungen aufzeigt als die quantitative Analyse. Tendenziell zeigt sich jedoch bei beiden Analysen, dass der Erwerb mit einem höheren Anteilsbesitz mit einer geringeren Transparenzveränderung einhergeht. Demnach ist nicht festzustellen, dass ein Finanzinvestor tendenziell über mehr Anteilsbesitz und damit Stimmrechte auch einen größeren Einfluss auf die Transparenz im Geschäftsbericht nimmt. Weder im Rahmen von Signalwörtern, noch durch zusätzliche inhaltliche Informationen. Bei Minderheitsbeteiligungen können jedoch sowohl für die quantitative als auch für die qualitative Analyse signifikante Transparenzveränderungen festgestellt werden. Dies lässt tendenziell den Schluss eines verstärkten Einsatzes des Corporate Governance Werttreibers „Transparenz“ bei Minderheitsbeteiligungen zu.

Die Teilstichprobe der Umsatzkategorien zeigt im Rahmen der quantitativen Analyse keine signifikanten Transparenzveränderungen. Demnach hat die Verwendung von Transparenzsignalwörtern keinen direkten Zusammenhang mit der Umsatzkategorie des Targets. Für die qualitative Analyse zeigt sich wiederum, dass die zwei niedrigsten Umsatzkategorien hoch signifikante Ergebnisse liefern und die beiden oberen Umsatzkategorien über 500 Mio. EUR und über 1 Mrd. EUR Umsatz schwach signifikante bzw. signifikante Ergebnisse. Im Vergleich der Ergebnisse resultiert daraus, dass die qualitative Analyse mit inhaltlichen Transparenzveränderungen in jeder Umsatzkategorie Signifikanzen aufweist, im Gegensatz zur quantitativen Analyse, die keine signifikanten Ergebnisse liefert. Bei Unternehmen mit geringerem Umsatz sind tendenziell stärkere qualitative Transparenzveränderungen zu verzeichnen als bei Unternehmen mit hohem Umsatz.<sup>123</sup>

Über die in der Teilstichprobe drei kategorisierten Marktsegmente der Targets lässt sich feststellen, dass die quantitative Analyse keine signifikanten Transparenzveränderungen dokumentiert. Insofern hat das Marktsegment keine hier feststellbare Veränderung auf den Vorher-Nachher-Vergleich der Transparenzsignalwörter. Die qualitative Analyse kommt hier im Vergleich zu anderen Implikationen: Deals mit Unternehmen aus dem Prime und General Standard weisen hoch signifikante und jene aus dem Entry Standard signifikante Ergebnisse auf. Hier wird deutlich, dass inhaltliche Transparenzaspekte tendenziell eher

---

<sup>123</sup> In diesem Zusammenhang gilt es die Methodik des Vorher-Nachher-Vergleichs in Erinnerung zu rufen. Bei Unternehmen mit geringerem Umsatz können tendenziell mehr oder stärkere Verbesserungen in der Transparenz vorgenommen werden, als dies bei großen Unternehmen der Fall ist, die zum Teil über eigene Corporate Governance-Abteilungen verfügen.

verbessert werden als Transparenzsignalwörter. Wohingegen bei der quantitativen Analyse keine Tendenz zu erkennen ist, zeigen die p-Werte der qualitativen Analyse eine stärkere Verbesserung der inhaltlichen Transparenzkriterien bei Unternehmen in intensiver regulierten Marktsegmenten (Prime Standard) als bei weniger regulierten Marktsegmenten (Entry Standard). Dies könnte damit zu begründen sein, dass erstere tendenziell stärker im öffentlichen Fokus stehen und damit Transparenzkriterien direkter umsetzen.

Die letzte Teilstichprobe, die die Herkunft des Finanzinvestors betrachtet, weist im Rahmen der quantitativen Analyse keine signifikanten Ergebnisse auf. Die Gruppe der deutschen Finanzinvestoren zeigt hier den geringsten p-Wert. Dies gilt simultan für die qualitative Analyse, wo die deutschen Finanzinvestoren ebenfalls den geringsten, aber einen hochsignifikanten p-Wert des t-Tests ausweisen. Die Gruppe der anglo-amerikanischen Finanzinvestoren weist auch hoch signifikante Ergebnisse auf und jene der „Sonstigen“ signifikante qualitative Transparenzveränderungen. In diesem Vergleich der Teilstichproben wird deutlich, dass die qualitative Analyse im Gegensatz zur quantitativen Analyse signifikante Transparenzveränderungen dokumentiert. Eine Tendenz zu intensiveren Transparenzverbesserungen bei Targets, die von deutschen und anglo-amerikanischen Finanzinvestoren akquiriert werden, lassen sich bei beiden Analyseverfahren nachweisen.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass die qualitative Analyse für die Gesamtichprobe und für alle Teilstichproben zumindest schwach signifikante Ergebnisse ausweist und bei vielen Betrachtungen auch hoch signifikante Ergebnisse. Diese Eindeutigkeit in der Transparenzveränderung ist bei der quantitativen Analyse nicht festzustellen. Dies verdeutlicht, dass tendenziell ein Fokus auf inhaltliche Transparenzkriterien gelegt wird und die Kommunikation von Informationen weniger intensiv umgesetzt wird.

In der Tendenz einzelner Ergebnisse der Teilstichproben lassen sich allerdings Parallelen ableiten. Hier sind Anteilsbesitz, Umsatzhöhe und Herkunft des Finanzinvestors zu nennen. Bei geringerem Anteilsbesitz des Finanzinvestors am jeweiligen Zielunternehmen zeigen sich tendenziell signifikantere quantitative wie auch qualitative Transparenzveränderungen als bei höherem Anteilsbesitz. Ein ähnliches Ergebnismuster ist für die Teilstichprobe der Umsatzhöhe der Targets festzustellen. Bei Unternehmen mit geringerem Umsatz werden sowohl bei der quantitativen als auch bei der qualitativen Analyse deutlich positivere Transparenzveränderungen dokumentiert als bei Unternehmen mit einem hohen Jahresum-

satz.<sup>124</sup> Im Rahmen der Analyse der Herkunft des Finanzinvestors zeigen die quantitative wie auch die qualitative Analyse, dass tendenziell bei den Deals, die durch Finanzinvestoren mit deutscher Herkunft durchgeführt werden, geringere p-Werte der t-Tests dokumentiert sind, als bei Finanzinvestoren aus dem angelsächsischen Raum oder anderer geografischer Herkunft.

## **5 Zusammenfassung wesentlicher Ergebnisse und Ausblick**

Ziel der vorliegenden Arbeit ist es, die Investorenkommunikation im Rahmen von Private Equity Transaktionen zu untersuchen. Entsprechend ihrer Kompetenz als spezialisierte Finanzinvestoren, sollten Private Equity Investoren über besonderes Wissen im Bereich der Investorenkommunikation verfügen und dieses tendenziell im Rahmen ihrer Transaktionen auch bei Portfoliounternehmen als Wertsteigerungsmechanismus einsetzen. Für eine derartige Transparenzuntersuchung bei Portfoliounternehmen gibt es in der Literatur bisher keine umfangreichen Analyseerkenntnisse. Vor diesem Hintergrund ist es notwendig, eine eigene Stichprobe an Private Equity Deals zu identifizieren, auszuwerten und anschließend anhand anerkannter Methoden zu analysieren.

Zu Beginn der vorliegenden Arbeit wird ein Literaturüberblick zu methodisch wie thematisch verwandten Bereichen durchgeführt. In diesem Rahmen wird festgestellt, dass insbesondere eine quantitative Analyse der Verarbeitung und Kommunikation von Kapitalmarktinformationen anhand von Signalwörtern in anderem Kontext, wie beispielsweise bei IPO-Berichten, Anwendung findet. Im weiteren Verlauf der Arbeit wird auf die Bedeutung von Private Equity eingegangen und der zunehmend intensivere Einsatz von Corporate Governance Mechanismen thematisiert. Hierzu werden die Historie, die Marktstruktur sowie aktuelle Entwicklungen im Bereich Private Equity dargestellt. Es ist festzustellen, dass Private Equity in Deutschland an Bedeutung gewinnt und der Bereich Corporate Governance von spezialisierten Finanzinvestoren eingehend betrachtet wird. Um den Bereich Corporate Governance detaillierter zu erfassen, findet eine Abgrenzung von Mechanismen statt, in dessen Rahmen die Prinzipal-Agenten-Theorie sowie andere Corporate Governance Theorien eingehend erwähnt werden. Hier wird deutlich, dass eine Reduzierung von Infor-

---

<sup>124</sup> Zur Erläuterung dieser Erkenntnisse siehe auch die Ergebniszusammenfassung in Kapitel 4.3.5 und 4.4.5.

mationsasymmetrien das Ziel einer transparenten Investorenkommunikation ist. Für den Bereich der Corporate Governance hat der Gesetzgeber ein umfassendes Regelwerk geschaffen, das seit Ende der 1990er Jahre sukzessive erweitert und in dieser Arbeit in Form der weltweiten OECD-Richtlinie, dem Grünbuch der EU und dem DCGK betrachtet wird. Diese vielfach formulierten Corporate Governance Empfehlungen werden dennoch von zahlreichen Unternehmen nicht bzw. nicht in vollem Umfang angewendet. Zum Abschluss der Analyse allgemeiner Literatur wird die Bedeutung von Transparenz im Rahmen von Corporate Governance erläutert und Transparenz als Werttreiber im Rahmen von Private Equity Transaktionen adressiert.

Wenn Private Equity Investoren als spezialisierte Finanzinvestoren mit Kompetenz im Bereich Wertsteigerungsmechanismen Corporate Governance nutzen, sollte dies zu einer Verbesserung der Investorenkommunikation allgemein führen, auch weil zahlreiche Unternehmen das gesetzliche Regelwerk im eigenen Interesse intensiver anwenden würden.

In Kapitel 3 wird die Identifikation von Transparenz bei Private Equity Portfoliounternehmen in Form von quantitativen und qualitativen Ansätzen theoretisch betrachtet. Quantitative Ansätze eignen sich für die Analyse der Verarbeitung und Kommunikation von Informationen. Dieser Analyseansatz kann durch einen umfassenden Wording-Prozess – die Analyse von Textdokumenten anhand einer Liste von Signalwörtern – zielgerichtet durchgeführt werden. Auf diese Weise gewinnt man Erkenntnisse über die Art und Weise der Kommunikation von Informationen. Aufgrund der immer noch relativen Neuartigkeit und Besonderheit dieses Forschungsansatzes im Bereich der Wirtschaftswissenschaften, kann es zu Störeffekten und Verzerrungen kommen. Dies gilt sowohl im Rahmen der angewendeten Methodik als auch bei der Ergebnisinterpretation. Die qualitativen Ansätze beziehen sich auf eine Analyse der durch die quantitativen Ansätze nicht betrachteten inhaltlichen Aspekte in Textdokumenten. Zur Anwendung bedarf es einer Abgrenzung des Untersuchungsgegenstandes. Hierzu ist eine Verwendung von bestehenden oder zu entwickelnden Transparenzkriterien notwendig. Aufgrund der Besonderheit dieses Analyseansatzes im Bereich der Wirtschaftswissenschaften bedarf es auch einer Entwicklung von Transparenzqualitätskriterien, die in einer Transparenz-Checkliste systematisch erfasst werden. Die gewonnenen Erkenntnisse im Rahmen der qualitativen Analyse geben Anhaltspunkte darüber, welche Informationen bzw. Inhalte ein Portfoliunternehmen kommuniziert. Auch hierbei können Störeffekte und Verzerrungen auftreten, die theoretisch adressiert werden. Als Zusammen-

fassung lässt sich in diesem Kapitel festhalten, dass für die vorliegende Arbeit im Rahmen der quantitativen Analyse ein automatisierter Wording-Prozess von Textdokumenten geeignet ist, um die Verarbeitung und Kommunikation von Informationen in Geschäftsberichten zu untersuchen. Mögliche Störeffekte und Verzerrungen können vermieden oder adressiert werden. Für die qualitative Analyse kann festgestellt werden, dass es eine Grundlagencheckliste von Baetge (2012) gibt, die qualitative Transparenzkriterien nach Geschäftsbereichskapiteln auflistet. Jedoch können anhand dieser Liste von Baetge (2012) nicht alle Kapitel eines Geschäftsberichtes analysiert werden. Sie bedarf daher einer gezielten Erweiterung. Eine Entwicklung von eigenen zusätzlichen Transparenzkriterien anhand der Grounded Theorie ist hierzu notwendig.<sup>125</sup> Nach Vorliegen der vollständigen Transparenzcheckliste wird aufgrund der Spezifität dieses Analyseansatzes eine manuelle Analyse der Geschäftsberichte auf die festgelegten Transparenzqualitätskriterien als zielführend erachtet.

Kapitel 4 beinhaltet die statistische Auswertung der Stichprobe und nach Unternehmenscharakteristika festgelegter Teilstichproben unter Anwendung der quantitativen und qualitativen Analyse. Als Vorbereitung werden die für die zu untersuchende Stichprobe notwendigen Private Equity Deals zusammengetragen, in einer Deal-Liste erfasst und anschließend die dazugehörigen Geschäftsberichte recherchiert. Betrachtet werden Geschäftsberichte jedes Unternehmens ein Jahr vor der Akquisition durch den Finanzinvestor und ein Jahr nach der Akquisition. Als zu analysierende Stichprobe verbleiben 71 von 113 recherchierten Deals, zu denen umfassende Informationen vorliegen. Zur Durchführung der quantitativen Analyse wird ein eigenes Softwaretool programmiert, das die Stichprobe an Geschäftsberichten automatisiert auswertet und die Ergebnisse in Form eines Wortquotienten dokumentiert. Für die Gesamtstichprobe zeigt sich eine schwache Signifikanz in Bezug auf die Veränderung der Wortquotienten aller Deals. Das arithmetische Mittel der Wortquotienten steigt von 3,17 auf 3,28 nach den Deals. Im Rahmen der Analyse der Teilstichproben ist festzustellen, dass Deals bei denen der Finanzinvestor eine Minderheitsbeteiligung von maximal 25% eingeht, signifikante Veränderungen im Wortquotienten aufweisen, während dies bei den Deals bei denen die Finanzinvestoren mehr als 25% erwerben nicht dokumentiert ist. Eine zeitliche Aufteilung der Gesamtstichprobe in (1) vor und (2) ab dem Jahr 2006 zeigt, dass bei den Deals ab 2006 schwach signifikante Veränderungen des Wortquo-

---

<sup>125</sup> Siehe für beispielhafte qualitative Transparenzkriterien Tabelle 14.

tienten ermittelt werden. In allen anderen Teilstichproben sind bei der quantitativen Analyse keine signifikanten Veränderungen der Wortquotienten erkennbar und somit keine signifikanten Unterschiede bei der Veränderung der Wortquotienten nach Unternehmenscharakteristika feststellbar. Für die quantitative Analyse lässt sich somit resümieren, dass in der Gesamtstichprobe nach dem Einstieg eines Finanzinvestors tendenziell eine höhere kommunikative Wortintensität in den Geschäftsberichten der Targets vorhanden ist, als vor dem Einstieg der Finanzinvestoren. Dies spricht tendenziell für einen positiven Effekt hinsichtlich der quantitativen Transparenz nach dem Einstieg eines Finanzinvestors. Im Gegensatz zur Literatur wird in der Stichprobe jedoch lediglich eine schwache Signifikanz dokumentiert (vgl. Hanley und Hoberg (2010)). Störeffekte im Rahmen der Ergebnisse, die aus der implementierten Analysemethodik resultieren, können nicht gänzlich ausgeschlossen werden, sollten aber aufgrund der mehrfachen Überprüfung des Analyseprozesses als gering eingestuft werden können.

Die qualitative Analyse greift auf die gleiche Stichprobe zurück wie die quantitative Analyse. Methodisch wird hier ein 0-1 Vergleich der qualitativen Transparenzkriterien durch die erstellte Transparenzcheckliste<sup>126</sup> durchgeführt. Der Zuwachs an qualitativen Transparenzkriterien in dem Geschäftsbericht ein Jahr vor dem Einstieg des Finanzinvestors zu dem Geschäftsbericht ein Jahr nach dem Einstieg des Finanzinvestors wird dokumentiert.

Neben den Teilstichproben aus der quantitativen Analyse werden im Rahmen der qualitativen Analyse auch die einzelnen Geschäftsberichtskapitel analysiert. Dies ist geeignet, da die konzeptionelle Erstellung der qualitativen Transparenzcheckliste auf dem systematischen Aufbau eines Geschäftsberichts basiert.<sup>127</sup> Die qualitative Auswertung zeigt für die Gesamtstichprobe hoch signifikante positive Veränderungen der Transparenzwerte. Insofern lässt sich festhalten, dass nach Einstieg eines Finanzinvestors hoch signifikant mehr qualitative Transparenzkriterien in den Geschäftsberichten verwendet werden als vor dem Einstieg. Es werden demnach mehr informative Inhalte kommuniziert. Dies zeigt auch eine Betrachtung der Teilstichproben. Insbesondere im „Lagebericht“ und im „Konzernanhang“ werden durchschnittlich mehr Transparenzkriterien verwendet als vor den Deals – dies ist tendenziell auf die Länge und mögliche Individualität der Kapitelinhalte zurückzuführen.

---

<sup>126</sup> Diese Checkliste stellt eine Kombination der Checkliste nach Prof. Dr. Dr. Baetge und der aus der Grounded Theory selbst erstellten Checkliste dar.

<sup>127</sup> Dies gilt sowohl für die zur Analyse von Geschäftsberichten erstellten Checkliste von Baetge (2012) als auch für die eigens entwickelten qualitativen Transparenzkriterien.

Auch in den Kapiteln „AR-Bericht“ und „CG-Bericht“ ist eine positive hoch signifikante Veränderung der qualitativen Transparenzkriterien festzustellen, was wiederum tendenziell auf die mögliche inhaltliche Individualität des „AR-Berichts“ und die inhärenten Transparenzkriterien des „CG-Berichts“ zurückzuführen sein könnte. In den Kapiteln „Einführung“, „Brief an die Aktionäre“ und „Die Aktie“ lassen sich keine signifikanten Veränderungen der qualitativen Transparenzkriterien feststellen. Für die zeitliche Komponente der Dealaufteilung werden sowohl in und vor dem Jahr 2005 hoch signifikante Ergebnisse dokumentiert als auch bei den Deals nach dem Jahr 2005. Bei der Untersuchung nach Anteilsbesitz nimmt die Signifikanz der Ergebnisse mit steigendem Anteilsbesitz ab, wobei bei einem Anteilsbesitz über 75% signifikante und für alle Deals, bei denen 75% oder weniger des Stammkapitals erworben werden, hoch signifikante Ergebnisse vorliegen. Demnach sind tendenziell deutlichere qualitative Transparenzveränderungen bei Deals zu beobachten, bei denen Finanzinvestoren Minderheiten an den Targets erwerben. Für die Teilstichprobe der Umsatzkategorisierung werden durchweg mindestens schwach signifikante Ergebnisse dokumentiert, für die Targets in den Umsatzgruppen kleiner als 500 Mio. EUR Umsatz zeigen sich jedoch hoch signifikante Ergebnisse. Hier kann festgehalten werden, dass bei Targets mit geringeren Umsätzen tendenziell mehr qualitative Transparenzverbesserungen zu erkennen sind als bei Targets mit Umsätzen über 500 Mio. EUR. Dies lässt den Schluss zu, dass bei Targets mit geringeren Umsätzen tendenziell mehr Transparenzerhöhungspotenziale vorhanden sind und diese auch umgehend umgesetzt werden.

Wie bei der quantitativen Analyse werden auch im Rahmen der qualitativen Analyse mögliche Störeffekte adressiert.<sup>128</sup> Zusammenfassend ist hierbei zu berücksichtigen, dass die ausgewählte Wortliste für die quantitative Analyse ungeeignet sein könnte und die untersuchte Stichprobe von 71 Deals relativ klein ist. Ferner könnten bisher nicht untersuchte Kontrollvariablen eine Auswirkung auf die dokumentierten Ergebnisse haben. Diese Fragestellungen bieten Raum für zukünftige wissenschaftliche Untersuchungen.

Im Rahmen der isolierten Betrachtung der quantitativen und qualitativen Analyse kann festgestellt werden, dass sowohl quantitative als auch qualitative Effekte bei den analysierten Private Equity Transaktionen vorliegen. Diese haben einen Einfluss auf den Informationsgehalt der Geschäftsberichte, da diese nach dem Einstieg mehr quantitative und qualitative Transparenzkriterien als vor dem Einstieg eines Finanzinvestors beinhalten.

---

<sup>128</sup> Vgl. hierzu auch Kapitel 3.2.3 und 3.3.4.

Im Vergleich der beiden Analyseansätze für die Gesamtstichprobe kann festgehalten werden, dass die quantitative Analyse im Gegensatz zur qualitativen Analyse nur eine schwache Signifikanz der Veränderung der Wortquotienten zeigt. Hier liegen demnach tendenziell sehr geringe Anzeichen für eine erhöhte Verarbeitung und Kommunikation von Informationen vor. Bei Deals mit Minderheitsbeteiligungen von maximal 25% an einem Target zeigen sowohl die quantitative als auch die qualitative Analyse (hoch) signifikante Ergebnisse. Tendenziell wird bei Targets mit geringeren Umsätzen eine Verbesserung der qualitativen Investorenkommunikation umgesetzt. Hier könnte ein erhöhtes Potenzial vorhanden sein und diese Tendenz ist bei beiden Analyseansätzen erkennbar. Die qualitative Analyse dokumentiert im Gegensatz zur quantitativen Analyse hoch signifikante Ergebnisse für die Marktsegmente Prime Standard und General Standard.

Zusammenfassend kann hier festgehalten werden, dass demnach zur Realisierung von Transparenzverbesserungen bei Private Equity Deals in Deutschland primär qualitative Transparenzkriterien in Geschäftsberichten genutzt werden. Für die Wissenschaft, Investoren und Stakeholder eines Unternehmens heißt dies, dass sich die Investorenkommunikation tendenziell sowohl in quantitativer, aber insbesondere auch in qualitativer Hinsicht nach dem Einstieg von Finanzinvestoren verbessert. Quantitative und qualitative Transparenzaspekte werden bei Private Equity Transaktionen festgestellt und diese sind in Form eines höheren Informationsgehalts in Geschäftsberichten dokumentiert.

Raum für weitere zukünftige Analysen bietet die Verwendung einer alternativen Wortliste. Hierdurch kann überprüft werden, ob die überwiegend insignifikanten Ergebnisse der quantitativen Analyse auch bei alternativen Wortlisten dokumentiert werden. Ferner kann die Analyse einer noch umfangreicheren Dealliste Erkenntnisse über die Allgemeingültigkeit der dokumentierten Ergebnisse liefern. Eine Ausweitung der Dealliste könnte hinsichtlich des Untersuchungszeitraums, benachbarter Märkte/Länder und auf Transaktionen von nicht börsennotierten Unternehmen stattfinden, sofern für diese Unternehmen aussagekräftige und vergleichbare Geschäftsberichte vorliegen.

Inwiefern Private Equity Investoren einen Einfluss auf die dokumentierten Transparenzveränderungen ausüben und ob es weitere, zielgerichtete quantitative und qualitative Transparenzkriterien gibt, bleibt genauso wie der Einsatz zielgerichteter Kontrollvariablen Aufgabe zukünftiger wissenschaftlicher Untersuchungen. Hierdurch könnte es möglich sein, Wert-

steigerungsstrategien im Bereich der Investorenkommunikation und Transparenz zu formulieren.

## Anhang

Tabelle 14: Ausgewählte Transparenzkriterien für das Geschäftsberichtskapitel AR-Bericht

Merkmal	Internetstores AG		Twintec AG		MagForce AG		First Sensor AG	
	vorhe	nachh	vorhe	nachh	vorhe	nachh	vorhe	nachh
Angaben zum Aufgabenbereich des ARs	1	1	1	1	1	1	1	1
Angaben zur Zusammenarbeit zwischen VS und AR	1	1	1	1	1	1	1	1
Angaben zu personellen Veränderungen im VS und/oder AR	1	1	1	1	1	0	0	1
Angaben zu Beratungsschwerpunkten	1	1	1	1	1	1	1	1
Angaben zu Sitzungen (Präsenz- und außerordentliche Sitzungen)	1	1	1	1	1	1	1	1
Angaben zu gebildeten Ausschüssen	1	1	1	0	1	1	1	1
Angaben zu den Aufgabenbereichen der gebildeten Ausschüsse	0	0	0	0	0	0	0	0
Angaben zur Prüfung des Konzernabschlusses	1	1	1	1	1	1	1	1
Angaben zu Interessenkonflikten	1	1	0	0	0	0	0	0
Vorstellung aller AR-Mitglieder (mit sonstigen Engagements)	1	1	1	1	0	0	0	0
Angaben zur Entsprechenserklärung zum Deutschen Corporate Governance Kodex	0	1	1	0	0	0	1	1
Summe	9	10	9	7	7	6	7	8

Quelle: Eigene Erhebung und Darstellung (2016).

Tabelle 14 zeigt eine Auswahl an Transparenzkriterien für das Geschäftsberichtskapitel AR-Bericht, das im Wesentlichen Angaben zum AR und Vorstand (VS) enthält. Eine Prüfung der Transparenzkriterien erfolgt für die Unternehmen Internetstores AG, Twintec AG, MagForce AG und die First Sensor AG. Ist ein Transparenzkriterium im jeweiligen Geschäftsbericht (vor (vorhe) oder nach (nachh) dem Deal) enthalten, wird eine „1“ aufgeführt, andernfalls eine „0“.

Tabelle 15: Deal-Liste vor Bereinigungen

Datum	Jahr	Finanzinvestor	Ziel-Unternehmen/Target	Branche
03.12.12	2012	DBAG	Homag Group AG, Schopfloch	Maschinenbau
31.10.12	2012	Advent International	Douglas Holding AG, Hagen	Handel
18.09.12	2012	Carlyle Group	vw d Vereinigte Wirtschaftsdienste AG, Frankfurt a. M.	Informationsdienst
31.08.12	2012	PAR Capital	Advanced Inflight Alliance AG, München	Flugzeugservices / Inflight Entertainment
06.07.12	2012	KKR	WMF AG, Geislingen	Konsumgüter / Haushaltsbedarf
30.03.12	2012	EQT	internetstores AG, Stuttgart	E-Commerce / Fahrräder & Outdoor
26.03.12	2012	Perseus Partners	TWINTeC AG, Königswinter	Cleantech / Abgasnachbehandlung
29.02.12	2012	Nanostart	MagForce AG, Frankfurt a. M.	Nanotechnologie / Medizin
28.10.11	2011	AF Mittelstandsfonds/AFINUM	ORWO Net AG, Bitterfeld-Wolfen	Fotodienstleister
20.10.11	2011	Blackstone	Leica Camera AG, Solms	Kameratechnik / Elektronik
06.10.11	2011	Parcom Deutsche Private Equity bmi-t beteiligungsmanagement thüringen	First Sensor AG, Berlin	Sensortechnik
01.08.11	2011	Aurelius	Jenoptik AG, Jena	Optik / Elektronik
31.07.11	2011	Aurelius	HanseYachts AG, Greifswald	Schiffbau / Werft
07.07.11	2011	HeidelbergCapital, BIP Investment Partners, weitere Investoren	Nanogate AG, Saarbrücken	Nanotechnologie
06.07.11	2011	Perseus Partners	AGO AG Energie + Anlagen, Kulmbach	Anlagenbau / Heizkraftwerke
08.06.11	2011	Triton	Curanum AG, München	Health Care / Altenheimbetreiber
19.05.11	2011	KKR	Versatel AG, Berlin	Telekommunikation
28.02.11	2011	Warburg Pincus	United Internet AG, Montabaur	Internet Service Provider
31.01.11	2011	CFP & Founders Investments, Privatinvestoren, Aktionäre	Agrarius AG, Bad Homburg	Landwirtschaft / Ackerland
16.11.10	2010	Holland Private Equity	SFC Energy (ehemalige SFC Smart Fuel Cell AG), Brunnthal	Brennstoffzellen
06.10.10	2010	Ventizz Capital Partners	Winter AG (Exceed Group), München	Halbleiter / Chipkarten
18.08.10	2010	Siemens Venture Capital	Realtime Technology AG (RTT), München	Software / 3D-Visualisierung
25.06.10	2010	Apax Partners	Ultimaco Safeware AG, Oberursel	Software / Sicherheit
12.04.10	2010	Corsair Capital	MPC Capital AG, Hamburg	Finanzdienstleistung
21.01.10	2010	Hasso Plattner Ventures, SAP AG	RIB Software AG, Stuttgart	Software
14.12.09	2009	Advent International	GFKL Financial Services AG, Essen	Finanzdienstleistung
24.08.09	2009	Apollo	Infineon Technologies AG, Neuburg	Halbleiter
31.07.09	2009	TIG Themis Industries Group, Frankfurt Capital Partners	FD Media AG, Berlin	Medienagentur
20.07.09	2009	Warburg Pincus	Kontron AG, Eching	Computer-Hardware / IT- Dienstleistungen-- Technologie
14.07.09	2009	Heliad Equity Partners	DEAG Deutsche Entertainment AG, Berlin	Entertainment
30.06.09	2009	Impera Total Return	n.runs AG, Oberursel	IT / Beratung
30.05.09	2009	Carlyle Group	P&I Personal und Informatik AG, Wiesbaden	Software
24.02.09	2009	Xange Private Equity Cornerstone Capital, Privatinvestoren	Fidor AG, München	Finanzdienstleistungen Bildungseinrichtung / Qualifizierungsleistungen
02.02.09	2009	Beaufort Capital, Privatinvestor	Integrata AG, Stuttgart	Software / IT-Dienstleistungen
30.12.08	2008	Augur Capital	nextevolution AG, Hamburg	Software / IT-Dienstleistungen
24.11.08	2008	Barclays Private Equity	cash.life AG, Höllriegelskreuth	Finanzdienstleistungen
23.09.08	2008	Barclays Private Equity	Computerlinks AG, München	IT / Handel
02.09.08	2008	SüdBG	Bertrand AG, Ehningen	Ingenieurdienstleistungen
01.07.08	2008	Aurelius	Berentzen-Gruppe AG, Haselünne	Konsumgüter / Getränke
30.04.08	2008	JC Flowers & Co., weitere ungenannte Investoren	Hypo Real Estate Holding AG, München	Bank
30.04.08	2008	Emerald Technology Ventures	Schmack Biogas AG, Burglengenfeld	Biogasanlagen
15.04.08	2008	Apax Partners	D+S europe AG (heute Netrada Holding), Hamburg	Kundenkontaktmanagement
01.04.08	2008	Süddeutsche Beteiligung	Schuler AG, Göppingen	Maschinenbau
22.01.08	2008	One Equity Partner	Pfleiderer AG, Neumarkt	Holzwerkstoffe
14.12.07	2007	Augur Capital	Schnigge Wertpapierhandelsbank AG, Düsseldorf	Finanzdienstleistungen
01.12.07	2007	Macquarie Bank	Techem AG, Eschborn	Energiedienstleistungen
01.09.07	2007	Brockhaus Private Equity	cdv Software Entertainment AG, Bruchsal	Software / Spiele

Datum	Jahr	Finanzinvestor	Ziel-Unternehmen/Target	Branche
17.08.07	2007	Zurmont Madison Private Equity	Röder Zeltsysteme und Service AG, Büdigen	Zelt- / Hallensysteme
17.07.07	2007	Kering Group	PUMA AG	Konsumgüter / Sportbekleidung
01.05.07	2007	Permira	Hugo Boss AG, Metzingen	Konsumgüter / Mode
10.01.07	2007	Reverse Logistics	CCR LOGISTICS	Logistik
01.01.07	2007	bm-t beteiligungsmanagement thüringen	Analytik Jena AG, Jena	Medizintechnik
01.12.06	2006	KKR, Permira	ProSiebenSat1 Media AG, Unterföhring	Medien / Fernsehen
01.11.06	2006	Triton	KAMPA	
30.08.06	2006	Aletheia Capital, Kingsbridge/Hardt Group, ABN AMRO Capital, Quilvest	Primacom AG, Mainz	Kabelnetzbetreiber
31.07.06	2006	GermanCapital, weitere ungenannte Investoren	Alno AG, Pfullendorf	Küchenhersteller
14.07.06	2006	Qioptiq Gruppe	LINOS	
05.07.06	2006		Lion	
07.06.06	2006	Capvis	WMF	Konsumgüter / Haushaltsbedarf
16.05.06	2006	Lone Star Funds, NORD Holding, Deutsche Bank	Vivanco Gruppe, Ahrensburg	Elektrotechnik / Handel
24.04.06	2006	Blackstone	DEUTSCHE TELEKOM	Telekommunikation
23.02.06	2006		SANDER JIL PREF.	
27.01.06	2006	One Equity Partner	Süd-Chemie AG, München	Chemie
09.12.05	2005	Heidelberger Beteiligungsholding AG	BETA SYSTEMS SOFTWARE	
30.10.05	2005	Heliad Equity Partners	Realtime Technology AG, München	Software / 3D-Visualisierung
25.10.05	2005	Arquees Capital	TISCON	Software- Dienstleistungen
25.10.05	2005	M+A Beteiligungsgesellschaft	TV-LOONLAND	Medien
31.08.05	2005	Advent International	Herlitz AG, Berlin	Konsumgüter / Papierprodukte
30.08.05	2005	Waterland Private Equity	arxes NCC AG, Köln	IT / Dienstleistungen
25.08.05	2005	Texas Pacific Group	Freenet AG, Büdelsdorf	Kommunikationstechnologie
18.07.05	2005		KUNERT	
28.06.05	2005		KROMSCHROEDER SUSP	
06.06.05	2005	WL Ross	VTG AG, Hamburg	Logistik
30.05.05	2005	Texas Pacific Group	Mobilcom AG, Büdelsdorf	Kommunikationstechnologie
11.03.05	2005	ECM Equity Capital, EQT	Kühnie, Kopp & Kausch (KK&K) AG, Frankenthal	Maschinenbau
01.01.05	2005	bmp	TFG Capital AG, Marl	Finanzdienstleistung / Venture Capital
17.12.04	2004	CMP Capital Management Partners	NORDEX	
30.11.04	2004	DBAG	FUNKWERK	
01.07.04	2004		APCOA PARKING DEAD	
09.06.04	2004	Udo Strehl Private Equity GmbH	USU SOFTWARE	
30.05.04	2004	Carlyle Group	P&I Personal und Informatik AG, Wiesbaden	Software
30.04.04	2004		DEBITEL DEAD	
16.04.04	2004		PRIMACOM	
01.03.04	2004	Blackstone	Celanese AG, Kronberg/Taunus	Chemie
01.01.04	2004	Cornerstone Capital	PC-Spezialist Franchise AG/ Synaxon AG, Bielefeld	IT / Franchising
06.11.03	2003	Apax Partners	IFCO Systems GmbH, Pullach	Logistik / Lebensmittel
22.10.03	2003	Arques AG	SCHALTBAU HOLDING	
09.10.03	2003	Arvato und Gruner	SPRINGER (AXEL)	
30.09.03	2003	Investcorp Technology Partners	Ultimaco Safeware AG, Oberursel	Software / Sicherheit
14.08.03	2003	Comerstone Capital	TDS INFORMATIONS TECH	IT-Duisburg
09.08.03	2003	Saban Capital Group	PROSIEBEN SAT 1 PF	
30.06.03	2003	Cognetas (ehem. Electra Partners)	Commarco (ehem. Scholz & Friends AG), Berlin	Werbeagentur / Marketing
27.06.03	2003	HMD Partners LP	ESCADA	Mode
01.05.03	2003	HgCapital	W.E.T. Automotive System AG, Odelzhausen	Automobilzulieferer
	2003	KKR	MTU AeroEngines	Triebwerkhersteller
25.02.03	2003	TFG Capital	IFA0	

Datum	Jahr	Finanzinvestor	Ziel-Unternehmen/Target	Branche
30.11.02	2002	Carlyle Group	Edscha AG, Remscheid	Automobilzulieferer
30.11.02	2002	BayTech Venture Capital	WaveLight Laser Technologie AG, Erlangen	Lasersysteme
13.08.02	2002	General Atlantic Partners	IXOS SOFTWARE	
21.03.02	2002		GARDENA HOLDING	
01.01.02	2002	TFG Capital	Isra AG, Darmstadt	Prüfsysteme
26.04.01	2001	Permira	Grammer AG	Innenausstattung / Automobilzulieferer
01.02.01	2001		HORNSCHUCH KONRAD DEAD	
31.12.00	2000	DB Investors solutions	Varta AG, Hannover	Batterietechnik
30.10.00	2000	BdW	Steinbeis Temming AG, Glückstadt	Papierindustrie
04.10.00	2000	DBAG	Rheinhold & Mahla AG, München	Bau
01.10.00	2000	DBAG	Edscha AG, Remscheid	Automobilzulieferer
01.08.00	2000	Allianz Capital Partners	Schmalbach Lubeca AG, Braunschweig	Verpackungen
30.06.00	2000	Investcorp, JP Morgan Partners	Gerresheimer Glas, Düsseldorf	Glas
31.05.00	2000	3i	Knürr AG, Arnsdorf	unbekannt
30.04.00	2000	Carlyle Group	BERU AG, Ludwigsburg	Automobilzulieferer
01.04.00	2000	Permira	Kiekert AG, Heiligenhaus	unbekannt
01.03.00	2000	CVC Capital Partners	Flender AG, Bocholt	Maschinenbau / Antriebstechnik

Quelle: Eigene Recherche und Darstellung (2013); BVK (2013).

Tabelle 15 stellt die vollständige Deal-Liste vor Bereinigungen für den Zeitraum 2000 bis 2012 mit den in Deutschland durchgeführten börsennotierten Private Equity Transaktionen dar. Die Deals in roter Schrift sind im Laufe der Entwicklung der finalen Stichprobe von der weiteren Analyse ausgeschlossen worden.

Tabelle 16: Deal-Liste nach Bereinigungen

Monat	Jahr	Finanzinvestor	Ziel-Unternehmen/Target	Branche
30.03.12	2012	EQT	internetstores AG, Stuttgart	E-Commerce / Fahrräder & Outdoor
26.03.12	2012	Perseus Partners	TWINTEC AG, Königswinter	Cleantech / Abgasnachbehandlung
29.02.12	2012	Nanostart	MagForce AG, Frankfurt a. M.	Nanotechnologie / Medizin
06.10.11	2011	Parcom Deutsche Private Equity	First Sensor AG, Berlin	Sensortechnik
01.08.11	2011	bm-t beteiligungsmanagement thüringen	Jenoptik AG, Jena	Optik / Elektronik
31.07.11	2011	Aurelius	HanseYachts AG, Greifswald	Schiffbau / Werft
07.07.11	2011	HeidelbergCapital, BIP Investment Partners, weitere Investoren	Nanogate AG, Saarbrücken	Nanotechnologie
08.06.11	2011	Triton	Curanum AG, München	Health Care / Altenheimbetreiber
28.02.11	2011	Warburg Pincus	United Internet AG, Montabaur	Internet Service Provider
16.11.10	2010	Holland Private Equity	SFC Energy (ehemalige SFC Smart Fuel Cell AG), Brunthal	Brennstoffzellen
18.08.10	2010	Siemens Venture Capital	Realtime Technology AG (RTT), München	Software / 3D-Visualisierung
25.06.10	2010	Apax Partners	Utimaco Safeware AG, Oberursel	Software / Sicherheit
12.04.10	2010	Corsair Capital	MFC Capital AG, Hamburg	Finanzdienstleistung
14.12.09	2009	Advent International	GFKL Financial Services AG, Essen	Finanzdienstleistung
24.08.09	2009	Apollo	Infineon Technologies AG, Neubiberg	Halbleiter
20.07.09	2009	Warburg Pincus	Kontron AG, Eching	Computer-Hardware / IT-Dienstleistungen-- Technologie
14.07.09	2009	Heliad Equity Partners	DEAG Deutsche Entertainment AG, Berlin	Entertainment
30.06.09	2009	Impera Total Return	n.runs AG, Oberursel	IT / Beratung
30.05.09	2009	Carlyle Group	P&I Personal und Informatik AG, Wiesbaden	Software
24.02.09	2009	Xange Private Equity	Fidor AG, München	Finanzdienstleistungen
02.02.09	2009	Cornerstone Capital, Privatinvestoren	Integrata AG, Stuttgart	Bildungseinrichtung / Qualifizierungsleistungen
30.12.08	2008	Beaufort Capital, Privatinvestor	nextevolution AG, Hamburg	Software / IT-Dienstleistungen
02.09.08	2008	SüdBG	Bertrandt AG, Ehningen	Ingenieurdienstleistungen
01.07.08	2008	Aurelius	Berentzen-Gruppe AG, Haselünne	Konsumgüter / Getränke
15.04.08	2008	Apax Partners	D+S europe AG (heute Netrada Holding), Hamburg	Kundenkontaktmanagement
01.04.08	2008	Süddeutsche Beteiligung	Schuler AG, Göppingen	Maschinenbau
22.01.08	2008	One Equity Partner	Pfleiderer AG, Neumarkt	Holzwerkstoffe
14.12.07	2007	Augur Capital	Schnigge Wertpapierhandelsbank AG, Düsseldorf	Finanzdienstleistungen
01.12.07	2007	Macquarie Bank	Techem AG, Eschborn	Energiedienstleistungen
01.09.07	2007	Brockhaus Private Equity	cdv Software Entertainment AG, Bruchsal	Software / Spiele
17.08.07	2007	Zurmont Madison Private Equity	Röder Zeltsysteme und Service AG, Büdingen	Zelt- / Hallensysteme
17.07.07	2007	Kering Group	PUMA AG	Konsumgüter / Sportbekleidung
01.05.07	2007	Permira	Hugo Boss AG, Metzingen	Konsumgüter / Mode
10.01.07	2007	Reverse Logistics	CCR LOGISTICS	Logistik
01.01.07	2007	bm-t beteiligungsmanagement thüringen	Analytik Jena AG, Jena	Medizintechnik
01.12.06	2006	KKR, Permira	ProSiebenSat1 Media AG, Unterföhring	Medien / Fernsehen
01.11.06	2006	Triton	KAMPA	
31.07.06	2006	GermanCapital, weitere ungenannte Investoren	Aino AG, Pfullendorf	Küchenhersteller
14.07.06	2006	Qloptiq Gruppe	LINOS	
07.06.06	2006	Capvis	WMF	Konsumgüter / Haushaltsbedarf
16.05.06	2006	Lone Star Funds, NORD Holding, Deutsche Bank	Vivanco Gruppe, Ahrensburg	Elektrotechnik / Handel
24.04.06	2006	Blackstone	DEUTSCHE TELEKOM	Telekommunikation
27.01.06	2006	One Equity Partner	Süd-Chemie AG, München	Chemie
09.12.05	2005	Heidelberger Beteiligungsholding AG	BETA SYSTEMS SOFTWARE	Software
25.10.05	2005	Arquees Capital	TISCON	Software- Dienstleistungen
25.10.05	2005	M+A Beteiligungsgesellschaft	TV-LOONLAND	Medien

Monat	Jahr	Finanzinvestor	Ziel-Unternehmen/Target	Branche
31.08.05	2005	Advent International	Herlitz AG, Berlin	Konsumgüter / Papierprodukte
30.08.05	2005	Waterland Private Equity	arxes NCC AG, Köln	IT / Dienstleistungen
25.08.05	2005	Texas Pacific Group	Freenet AG, Büdelsdorf	Kommunikationstechnologie
18.07.05	2005		KUNERT	
06.06.05	2005	WL Ross	VTG AG, Hamburg	Logistik
17.12.04	2004	CMP Capital Management Partners	NORDEX	
30.11.04	2004	DBAG	FUNKWERK	
09.06.04	2004	Udo Strehl Private Equity GmbH	USU SOFTWARE	Software
30.05.04	2004	Carlyle Group	P&I Personal und Informatik AG, Wiesbaden	Software
01.03.04	2004	Blackstone	Celanese AG, Kronberg/Taunus	Chemie
22.10.03	2003	Arques AG	SCHALTBAU HOLDING	
09.10.03	2003	Arvato und Gruner	SPRINGER (AXEL)	Medien
14.08.03	2003	Comerstone Capital	TDS INFORMATIONS TECH	IT-Duisburg
09.08.03	2003	Saban Capital Group	PROSIEBEN SAT 1 PF	Medien
30.06.03	2003	Cognetas (ehem. Electra Partners)	Commarco (ehem. Scholz & Friends AG), Berlin	Werbeagentur / Marketing
27.06.03	2003	HMD Partners LP	ESCADA	Mode
25.02.03	2003	TFG Capital	I FAO	
30.11.02	2002	BayTech Venture Capital	WaveLight Laser Technologie AG, Erlangen	Lasersysteme
13.08.02	2002	General Atlantic Partners	IXOS SOFTWARE	Software
01.01.02	2002	TFG Capital	Isra AG, Darmstadt	Prüfsysteme
26.04.01	2001	Permira	Grammer AG	Innenausstattung / Automobilzulieferer
31.12.00	2000	DB investors solutions	Varta AG, Hannover	Batterietechnik
01.10.00	2000	DBAG	Edscha AG, Remscheid	Automobilzulieferer
30.04.00	2000	Carlyle Group	BERU AG, Ludwigsburg	Automobilzulieferer
01.04.00	2000	Permira	Kiekert AG, Heiligenhaus	Automobilzulieferer

Quelle: Eigene Recherche und Darstellung (2014); BVK (2013)

Tabelle 16 zeigt die finale Stichprobe bzw. die Stichprobe an Unternehmen, die im Rahmen der vorliegenden Arbeit analysiert wird.

## Literaturverzeichnis

*Aboody, D. / Lev B. (2000):* Information Asymmetry, R&D and Insider Gains, *Journal of Finance*, 55, S. 2747-2766.

*ACATIS (2014):* ACATIS-Research GmbH – Analyseverfahren, <https://www.acatis-research.de/Unternehmen.htm> (27.07.2014).

*Acharya, V. / Gottschlag, O. / Hahn, M. / Kehoe, C. (2012):* Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity, *The Review of Financial Studies*, 26 (2), S. 369-402.

*Achleitner, A.-K. / Kaserer, C. (2005):* Private Equity Funds and Hedge Funds: A Primer, Working Paper.

*Achleitner, A.-K. / Betzer, A. / Gider, J. (2008):* Do Corporate Governance Motives Drive Hedge Funds and Private Equity Activities?, Working Paper.

*Aggarwal, R. K. / Samwick, A. A., (2006):* Empire-builders and shirkers: Investment, firm performance, and managerial incentives, *Journal of Corporate Finance*, 12 (3), S. 489-515.

*Aguja (2016):* Fondspräsentation für professionelle Anleger, Dezember 2016, [https://docs.wixstatic.com/ugd/dfdfb8\\_8a464ca6b1724328818b554a1cb2bdf6.pdf](https://docs.wixstatic.com/ugd/dfdfb8_8a464ca6b1724328818b554a1cb2bdf6.pdf) (17.01.2017).

*Alheit (1993):* Lebensstil als Statuspassage? Zur biographischen Relevanz „hedonistischer“ Orientierungen, in: Sonderforschungsbereich 186: Statuspassagen und Risikolagen im Lebensverlauf. Institutionelle Steuerung und individuelle Handlungsstrategien, Bremen Sfb 186, S. 191-241.

*Alheit, P. / Völker, S. / Westermann, B. / Zwick, M. M. (1994):* Die Kehrseite der „Erlebnisgesellschaft“. Eine explorative Studie, Working Paper.

*Alheit, P. (1999):* Grounded Theory: Ein alternativer methodologischer Rahmen für qualitative Forschungsprozesse, Working Paper.

*Arnold, A. (2007):* Die Steuerung des Vorstandshandelns, München, C.H. Beck.

*Baetge, J. (2012):* Industrie-Checkliste, [http://www.wiwi.uni-muens-ter.de/baetge/geschaeftsbericht/Chklst\\_Geschaeftsbericht\\_2012\\_Industrie\\_Handel.pdf](http://www.wiwi.uni-muens-ter.de/baetge/geschaeftsbericht/Chklst_Geschaeftsbericht_2012_Industrie_Handel.pdf) (26.11.2013).

*Baetge, J. (2013):* Industrie-Checkliste, [http://www.wiwi.uni-muens-ter.de/baetge/geschaeftsbericht/Chklst\\_Geschaeftsbericht\\_2013\\_Industrie\\_Handel.pdf](http://www.wiwi.uni-muens-ter.de/baetge/geschaeftsbericht/Chklst_Geschaeftsbericht_2013_Industrie_Handel.pdf) (13.01.2015).

*Baker, G. P. / Smith, G. D. (1998):* The New Financial Capitalists: Kohlberg Kravis Roberts and the Creation of Corporate Value, New York, Cambridge University Press.

*Bassen, A. (2002):* Institutionelle Investoren und Corporate Governance, Wiesbaden, Deutscher Universitäts-Verlag.

*Beiner, S. / Drobetz, W. / Schmid, M. / Zimmermann, H. (2004):* An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation - Evidence from Switzerland, Working Paper.

*Berrar, C. (2001):* Die Entwicklung der Corporate Governance in Deutschland im internationalen Vergleich, Baden-Baden, Nomos.

*Bodnaruk, A. / Loughran, T. / McDonald, B. (2015):* Using 10-K Text to Gauge Financial Constraints, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 50 (4).

*Böschen, M. (2017):* Zentrum der Ohnmacht, Manager Magazin, 2017 (4), S. 104-108.

*Brav, A. / Jiang, W. / Partnoy, F. / Thomas R. (2008):* Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance, Journal of Finance, 63 (4), S. 1729-1775.

*BVK (2011):* BVK-Special - Private Equity in Europa 2010, Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften – German Private Equity and Venture Capital Association e.V., Berlin.

*BVK (2012):* BVK Studie - Eine Analyse der Beteiligungsdauer bei Private Equity-Finanzierungen in Deutschland, Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften – German Private Equity and Venture Capital Association e.V., Berlin.

*BVK (2015):* Private Equity und Venture Capital - Zur wirtschaftlichen Entwicklung von beteiligungskapital-finanzierten Unternehmen in Deutschland, Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften – German Private Equity and Venture Capital Association e.V., Berlin.

*Campbell, W. W. / Spiegel, J. A. (2005):* The Challenges of Conversion, Debevoise & Plimpton, Private Equity Report, 5 (3), S. 1-19.

*Davies, P. (2001):* Struktur der Unternehmensführung in Großbritannien und Deutschland: Konvergenz oder fortbestehende Divergenz?, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, 2001, S. 268-293.

*Davis, J. H. / Schoorman, F. D. / Donaldson, L. (1997):* Toward a Stewardship Theory of Management, Academy of Management Review, 22 (1), S. 20-47.

*DCGK (2015):* Deutscher Corporate Governance Kodex - in der Fassung vom 5. Mai 2015 mit Beschlüssen aus der Plenarsitzung vom 5. Mai 2015.

*DCGK (2017):* Deutscher Corporate Governance Kodex - in der Fassung vom 7. Februar 2017 mit Beschlüssen aus der Plenarsitzung vom 7. Februar 2017.

*Denis, D. K. (2001):* Twenty-Five Years of Corporate Governance Research... and Counting, Review of Financial Economics, 10, S. 191-212.

*Dewey, J. (1938):* Logic, the theory of inquiry, New York, Holt.

*Dörner, D. / Müller, H. / Orth, C. (2003):* Entwicklung der Corporate Governance in Deutschland unter Berücksichtigung der Auswirkungen des Sarbanes-Oxley Act, 3. Auflage, Stuttgart, Schäffer-Poeschel Verlag.

*Ecker, M. / Schneck zu Schweinsberg, M. / Fresl, K. (2005):* Market Outlook for Leverage Finance and Private Equity in Germany: Leverage Finance Study 2005, Research Paper.

*EUK (2011):* GREEN PAPER - Corporate governance in financial institutions and remuneration policies, Working Paper.

*EVCA (2011):* Enterprise Capital Report 2011, Research Paper.

*EVCA (2014):* 2013 Pan-European Private Equity Performance Benchmarks Study, Research Paper

*EVCA (2015):* Yearbook 2015 – Europe Country Tables.

*Fama, E. F. (1980):* Agency Problems and the Theory of the Firm, *Journal of Political Economy*, 88 (2), S. 288-302.

*Feldman, R. / Govindaraj, S. / Livnat, J. / Segal, B. (2009):* The incremental information content of tone change in management discussion and analysis, *Review of Accounting Studies*, 15, S. 915-953.

*Fenn, G. W. / Liang, N. / Prowse, S. (1996):* The Economics of the Private Equity Market, Working Paper, 168, Board of Governors of the Federal Reserve System, S. 1-69.

*Freeman, R. E. (1984):* Strategic Management: A Stakeholder Approach, Working Paper.

*Glaser, B. G. / Strauss, A. L. (1967):* The Discovery of Grounded Theory. Strategies for Qualitative Research, Mill Valley, The Sociology Press.

*Glaser, B. G. / Strauss, A. L. (1979):* Die Entdeckung gegenstandsbezogener Theorie: Eine Grundstrategie qualitativer Sozialforschung, In: Christel Hopf und Elmar Weingarten, *Qualitative Sozialforschung*, Stuttgart, Klett-Cotta.

*Glaser, B. G. / Strauss, A. L. (1998):* Grounded Theory. Strategien qualitativer Forschung, Göttingen, Huber.

*Gompers, P. A. / Lerner, J. (1998):* The Determinants of Corporate Venture Capital Successes: Organizational Structure, Incentives, and Complementarities, NBER Working Paper.

*Gompers, P. A. / Lerner J. (2004):* The Venture Capital Cycle, 2. Auflage, Cambridge, MIT Press.

*Gottschalg, O. (2002):* Why Financial Buyers Do It Better? Agency theory meets the knowledge-based view of the firm, Academy of Management Conference Paper, Denver.

*Grünbichler, A. / Gruber, A. / Graf, S. (2001):* Private Equity und Hedge Funds – Alternative Anlegerkategorien im Überblick, Frankfurt am Main, Frankfurter Allgemeine Buch.

*Hanley, K. / Hoberg, G. (2010):* The information content of IPO prospectuses, *Review of Financial Studies*, 23, S. 2821–2864.

*Hanley, K. / Hoberg, G. (2012):* Litigation risk, strategic disclosure and the underpricing of initial public offerings, *Journal of Financial Economics*, 103, S. 235-254.

*Hecker, R. / Kaserer C. (2003):* Going Private im Wege des Minderheitenausschlusses: Eine empirisch orientierte Bestandsaufnahme, *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis*, 55, S. 137–162.

*Hertz-Eichenrode, A. / Illenberger, S. / Jesch, T. A. / Keller, H. / Klebeck, U. / Rocholl, J. (2011):* Private Equity Lexikon, Düsseldorf, Schäffer-Poeschel.

*Hilb, M. (2005):* Integrierte Corporate Governance: Ein neues Konzept der Unternehmensführung und Erfolgskontrolle, Berlin, Heidelberg, New York, Springer Verlag.

*Hillman, A. J. / Cannella, A. A. / Paetzold, R. L. (2000):* The Resource Dependence Role of Corporate Directors: Strategic Adaptation of Board Composition in Response to Environmental Change, *Journal of Management Studies*, 37 (2), S. 235-256.

*Hoberg, G. / Phillips, G. (2010):* Product market synergies and competition in mergers and acquisitions: a text-based analysis. *Review of Financial Studies*, 23, S. 3773–3811.

*Ingram, P. / Simons, T. (1995):* Institutional and Resource Dependence Determinants of Responsiveness to Work-Family Issues, *Academy of Management Journal*, 38 (5), S. 1466-1482.

*Jensen, M. C (1989):* Active investors, LBOs and the privatization of bankruptcy, *Journal of Applied Corporate Finance*, 2 (1), S. 35-44.

*Jensen, M. C. (1993):* The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems, *Journal of Finance*, 48, S. 831-880.

*Jensen, M. C. / Meckling, W. (1976):* Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, S. 305-360.

*Joas, H. (1988):* Symbolischer Interaktionismus. Von der Philosophie des Pragmatismus zu einer soziologischen Forschungstradition, *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie*, 40 (2), S. 417-446.

*Kaplan, S. N. / Schoar, A. (2003):* Private equity returns: Persistence and capital flows, Working Paper.

*Kaplan, S. N. / Stein, J. (1993):* The Evolution of Buyout Pricing and Financial Structure in the 1980s, *Quarterly Journal of Economics*, 108 (2), S. 313–357.

*Kaserer, C. (2011):* Return Attribution in Mid-Market Buy-Out Transactions – New Evidence from Europe, Working Paper.

*Kaserer, C. / Achleitner, A.-K. / von Einem, C. / Schiereck, D. (2007):* Private Equity in Deutschland – Rahmenbedingungen, ökonomische Bedeutung und Handlungsempfehlungen, Norderstedt, Books on Demand.

*Kaserer, C. / Diller (2004):* European Private Equity Funds – A Cash Flow Based Performance Analysis, CEFS Working Paper.

*Kelle, U. (1994):* Empirisch begründete Theoriebildung. Zur Logik und Methodologie interpretativer Sozialforschung, Weinheim, Deutscher Studien Verlag.

*KKR (1989):* Leveraged Buy-Outs, *Journal of Applied Corporate Finance*, S. 64-70.

*Klein, A. / Zur, E. (2008):* Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors, *Journal of Finance*, 64 (1), S. 187-229.

*Klein, A. / Zur, E. (2009):* The Impact of Hedge Fund Activism on the Target Firm's Existing Bondholders, Working Paper.

*Klein, A. / Zur, E. (2010):* The impact of hedge fund activism on the target firm's existing bondholders, *Review of Financial Studies*, 24 (5), S. 1735–1771.

*Kleining, G. (1995):* Lehrbuch Entdeckende Sozialforschung. Von der Hermeneutik zur qualitativen Heuristik, Weinheim, Beltz.

*Küsters, I. (2009):* Narrative Interviews: Grundlagen und Anwendungen, 2. Auflage, Wiesbaden, VS Verlag für Sozialwissenschaften.

*Lamnek, S. (1995):* Qualitative Sozialforschung, Methoden und Techniken, 3. Auflage, Weinheim, Beltz.

*La Porta, R. / Lopez-de-Silanes, F. / Shleifer, A. / Vishny, R. W. (2002):* Investor Protection and Corporate Valuation, *Journal of Finance*, 57 (3), S. 1147-1170.

*Lerner, J. / Leamon, A. / Hardyman, F. (2011):* Private Equity, Venture Capital, and the Financing of Entrepreneurship: The Power of Active Investing, New York, John Wiley & Sons.

*Li, F. (2006):* Do stock market investors understand the risk sentiment of corporate annual reports?, Working Paper.

*Lichtenberg, F. / Siegel, D. S. (1990):* The effects of leveraged buyouts on productivity and related aspects of firm behavior, *Journal of Financial Economics*, 27, S. 165–94.

*Loderer, C. / Peyer, U. (2002):* Board overlap, seat accumulation and share prices, *European Financial Management*, 8, S. 165-192.

*Loughran, T. / McDonald, B. (2010):* Is Federal regulation of securities markets effective? The impact of plain English, Working Paper.

*Loughran, T. / McDonald, B. (2011):* When is a Liability not a Liability? Textual Analysis, Dictionaries, and 10-Ks, *Journal of Finance*, 66 (1), S. 35-65.

*Loughran, T. / McDonald, B. (2013a):* Aggregate Word List, *Journal of Financial Economics*, Februar 2013, [http://www3.nd.edu/~mcdonald/Word\\_Lists\\_files/IPO\\_2013/Loughran\\_McDonald\\_AggregateIPOWordList.txt](http://www3.nd.edu/~mcdonald/Word_Lists_files/IPO_2013/Loughran_McDonald_AggregateIPOWordList.txt) (08.11.2013).

*Loughran, T. / McDonald, B. (2013b):* IPO First-Day Returns, Offer Price Revisions, Volatility, and Form S-1 Language, *Journal of Financial Economics*, 109 (2), S. 307-326.

*Loughran, T. / McDonald, B. (2014):* Measuring Readability in Financial Disclosures, *Journal of Finance*, 69 (4), S. 1643-1671.

*Lerner, J. / Hardyman, F. (2002):* Venture Capital and Private Equity – A Casebook: Volume II, New York, John Wiley & Sons.

*Mietzner, M. / Schweizer, D. (2009):* Aktivistische Aktionäre - Der Einfluss der Puppenspieler, *Institutional Money*, November 2009, <http://www.institutional->

[money.com/magazin/theorie-praxis/artikel/aktivistische-aktionaere-der-einfluss-der-puppenspieler/](http://money.com/magazin/theorie-praxis/artikel/aktivistische-aktionaere-der-einfluss-der-puppenspieler/) (08.07.2012).

*Morck, R. / Shleifer, A. / Vishny, R. W. (1988):* Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics*, 20, S. 293-315.

*Müller-Stewens, G. / Lechner, C. (2002):* Update Corporate Governance, Working Paper.

*OECD (2004):* OECD-Grundsätze der Corporate Governance, Working Paper.

*OECD (2015):* G20/OECD-Grundsätze der Corporate Governance, Working Paper.

*OECD (2016):* The Organisation for Economic Co-operation and Development – About us, <http://www.oecd.org/about/> (15.11.2016).

*Opler, T. / Titman S. (1993):* The determinants of leveraged buyout activity: Free cash flow vs. financial distress costs, *Journal of Finance*, 48 (5), S. 1985-1999.

*Pagano, M. / di Maggio M. (2012):* Financial Disclosure and Market Transparency with Costly Information Processing, Working Paper.

*Partnoy, F. S. / Thomas, R. S. (2006):* Gap Filling, Hedge Funds, and Financial Innovation, Working Paper.

*Prokop, J. (2008):* Aktive Finanzinvestoren: Ein Einblick in Formen und Motive des Anteilseigneraktivismus am Beispiel der Hedge Fonds, *Finanz-Betrieb*, 3, S. 169-175.

*Sahlman, W. A. (1990):* The structure and governance of venture capital organizations, *Journal of Financial Economics*, 27, S. 473-524.

*Schmidt, C. / Fahlenbrach, R. (2016):* Do exogenous changes in passive institutional ownership affect corporate governance and firm value?, Working Paper.

*Schüppen, M. (2002):* To Comply or not to comply – that's the question! – Existenzfragen des TransPuG im magischen Dreieck kapitalmarktorientierter Unternehmensführung, *ZIP* 2002, S. 1269-1279.

*Seth, A. / Easterwood, J. (1993):* Strategic redirection in large management buyouts: the evidence from post-buyout restructuring activity, *Strategic Management Journal*, 14, S. 251 - 273.

- Shleifer, A. / Vishny R. (1997):* The limits of arbitrage, *Journal of Finance* 52, S. 35-55.
- Smith, A. (1990):* Corporate ownership structure and performance: The case of Management Buyouts, *Journal of Financial Economics*, 27, S. 143-164.
- Strauss, A. L. (1991):* Grundlagen qualitativer Sozialforschung. Datenanalyse und Theoriebildung in der empirischen soziologischen Forschung, München, Fink.
- Strauss, A. L. / Corbin, J. (1996):* Grounded Theory: Grundlagen qualitativer Sozialforschung, Weinheim, Beltz.
- Subramanian, A. (2015):* Does Aid Effect Governance?, *The American Economic Review*, 97 (2), S. 322-327.
- Tschöke, K. / Klemen, B. (2011):* Wachsende Zuversicht – der internationale M&A-Markt nach der Krise, *M&A Review*, 6, S. 285-289.
- Van den Berghe, L. A. / Levrau, A. (2002):* The Role of the Venture Capitalist as Monitor of the Company: a corporate governance perspective, *Corporate Governance*, 10 (3), S. 124-135.
- Weitnauer, W. (2001):* Handbuch Venture Capital, 2. Auflage, München, C.H. Beck.
- Williamson, O. (1996):* The Mechanisms of Governance, New York, Oxford University Press.
- Wright, M. / Robbie, K. (1996):* The Investor-led Buy-out: A New Strategic Option, *Long Range Planning*, 29 (5), S. 691-702.

### **Eidesstattliche Erklärung**

Hiermit erkläre ich, dass ich die eingereichte Dissertation „Transparenz-Identifikation bei Private Equity Transaktionen“ selbstständig verfasst habe. Bei der Abfassung habe ich nur die in der Arbeit angegebenen Hilfsmittel benutzt und alle wörtlich oder inhaltlich übernommenen Stellen als solche gekennzeichnet. Die vorgelegte Dissertation hat weder in der gegenwärtigen noch in einer anderen Fassung einer anderen Fakultät der Bergischen Universität Wuppertal oder einer anderen wissenschaftlichen Hochschule vorgelegen.

Aachen, \_\_\_\_\_

Unterschrift: \_\_\_\_\_