

Scheuplein, Christoph

Research Report

Wer kommt, wenn Private Equity geht? Langfristige Wirkungen auf die Eigentümerstruktur deutscher Unternehmen

Forschung Aktuell, No. 10/2020

Provided in Cooperation with:

Institute for Work and Technology (IAT), Westfälische Hochschule, University of Applied Sciences

Suggested Citation: Scheuplein, Christoph (2020) : Wer kommt, wenn Private Equity geht? Langfristige Wirkungen auf die Eigentümerstruktur deutscher Unternehmen, Forschung Aktuell, No. 10/2020, Institut Arbeit und Technik (IAT), Gelsenkirchen

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/225655>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Wer kommt, wenn Private Equity geht?

Langfristige Wirkungen auf die Eigentümerstruktur deutscher Unternehmen

Christoph Scheuplein

Auf den Punkt

- Private Equity erwirbt Unternehmen auf Zeit und verkauft sie wieder. Die Studie untersucht die veränderten Eigentümerstrukturen nach dem Ausstieg der Private-Equity-Gesellschaft für 423 Unternehmen in Deutschland.
- Nur eine Minderheit der Unternehmen (37 %) erhielt mit dem Ausstieg einen dauerhaften Eigentümer.
- 43 % der Unternehmen wurden an eine weitere Private-Equity-Gesellschaft veräußert; für sie wiederholt sich der Zyklus der Neuausrichtung und Eigentümersuche.
- 20 % der Unternehmen gerieten in finanzielle Notlagen. Dies betraf vor allem Insolvenzen sowie einige Betriebsschließungen bzw. Eigentümerwechsel durch Zahlungsverzug.
- Bevor die Unternehmen zum ersten Mal an eine Private-Equity-Gesellschaft verkauft wurden, hatten ihre Eigentümer weit überwiegend ihren Sitz in Deutschland. Mit dem Ausstieg setzt ein Internationalisierungsschub ein. Es befanden sich noch ein Viertel der Eigentümer in Deutschland, die Hälfte in anderen europäischen Ländern und den USA (48%) sowie ein Fünftel in Asien (20%) - und hier vor allem in China.

Zentrale Einrichtung der
Westfälischen Hochschule
Gelsenkirchen Bocholt
Recklinghausen in
Kooperation mit der
Ruhr-Universität Bochum

 **Westfälische
Hochschule**

**RUHR
UNIVERSITÄT
BOCHUM** **RUB**

1. Einleitung

Private Equity ist eine Investition auf Zeit. Das Geschäftsmodell besteht darin ein Unternehmen zu erwerben, für einige Jahre zu halten und dann wieder zu veräußern. In dieser zeitlichen Befristung sieht die finanzwirtschaftliche Literatur zunächst eine Stärke (Norbäck/Persson/Tåg 2010). Typischerweise komme diese Finanzierungsform dann zum Einsatz, wenn ein Gründer bzw. geschäftsführender Gesellschafter einen Nachfolger sucht, wenn ein Konzern einen Betriebsteil abspaltet, weil er sich neu ausrichtet, oder wenn ein Unternehmen in eine finanzielle Schieflage gerät (Cumming 2010; Talmor/Vasvari 2011; Wright u.a. 2019a). In all diesen Fällen stelle Private Equity - so die dominierende Sichtweise - Kapital und Know-how zur Verfügung, um Brücken zu erfolgsversprechenderen Unternehmensstrukturen und -strategien zu ermöglichen. Weiter gedacht kann man dies als „Fitnessprogramm“ für die gesamte Volkswirtschaft ansehen – vorausgesetzt Private Equity bekommt auf breiter Ebene die Chance Unternehmen zu erwerben und zu restrukturieren (Jensen 1993). An diese Sichtweise schließt sich in Deutschland allerdings meist die Diagnose an, dass das Land im internationalen Vergleich eine unterdurchschnittliche Private-Equity-Aktivitäten aufweise (Kaserer u.a. 2007; Invest Europe 2020: 54). Um dieses Defizit auszugleichen, brauche es weitere Kapitalmarktreformen und ein investorenfreundlicheres Klima (Achleitner u.a. 2010).

In welchem Zustand sind die Unternehmen aber tatsächlich, wenn die Brücken enden? Dieser Beitrag fragt nach den Eigentümerverhältnissen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen der Unternehmen, wenn die Private Equity-Gesellschaften ihr Kapital wieder aus dem Unternehmen zurückziehen. Die Begleitung oder gar Sanierung der übernommenen Unternehmen erfordern einen bestimmten finanziellen und zeitlichen Aufwand. Die Private-Equity-Gesellschaft ist jedoch auch in weitere Logiken eingebunden. Erstens wird der Zeitplan für einen „Exit“-Zeitplan häufig extern vorgegeben, da das von den Private-Equity-Gesellschaften eingesetzte Kapital nur befristet zur Verfügung steht. Zweitens ist der erneute Unternehmensverkauf einer der wesentlichen Gewinnquellen, was die Auswahl potenzieller Käufer stark beeinflusst. Werden dabei maximal erzielbare Verkaufspreise erzielt, dann wird deren Finanzierung vom neuen Käufer häufig über die Finanzressourcen des erworbenen Unternehmens gesichert. Der Anreiz zu maximalen Verkaufspreisen wird noch dadurch verstärkt, dass die Vergütung der Private-Equity-Manager an das Erreichen von Mindestrenditen gebunden ist. Die höchsten Verkaufspreise zahlen wiederum strategische Akteure, die andernfalls keinen Zugang zu bestimmten Märkten oder Kompetenzen erlangen können. In diesem Fall zeichnen sich neue Möglichkeiten der Veränderung für das Unternehmen ab. Oder es steigt erneut ein Finanzinvestor ein, und für das Unternehmen beginnt eine neue Übergangsphase. Kurzum, die Brücken der Private-Equity-Gesellschaften führen nicht notwendigerweise auf sicheres Terrain und die Kosten des „Fitnessprogramms“ sollten eingehender diskutiert werden.

Dieser Beitrag möchte die empirische Grundlage für diese Diskussion stärken, wobei an einige Erkenntnisse der jüngeren Zeit angeknüpft werden kann. So sind auf der globalen Ebene Daten über die Ausstiegsformen von Private Equity verfügbar geworden (Strömberg 2008; Kaplan/Strömberg 2009; Folus/Boutron 2015). Daran ansetzende Analysen über die

Wirkungen der Exits beziehen sich meist länderübergreifend auf spezielle Exit-Formen (Achleitner u.a. 2012; Müller/Vasconcelos 2012; Hammer/Loos/Schwetzler 2015; vgl. als Überblick Jelic u.a. 2019). Hier sollen dagegen sämtliche Exit-Formen bezogen auf die in Deutschland ansässigen Unternehmen untersucht werden. Eine Grundlage hierfür bietet der im Auftrag der Hans-Böckler-Stiftung erstellte Private-Equity-Monitor, der einen fortlaufenden Überblick über das Private-Equity-Geschehen in Deutschland bietet (vgl. Scheuplein/Teetz 2017; Scheuplein 2019a). Aus dieser Datenbasis werden in diesem Beitrag die Unternehmen herausgegriffen, die in den Jahren 2012 bis 2015 durch eine Private Equity-Gesellschaft übernommen wurden. Da bekannt ist, dass die Unternehmen durchschnittlich fünf bis sechs Jahre von dem jeweiligen Investor gehalten werden, kann davon ausgegangen werden, dass ein Großteil der Unternehmen bis zum September 2020 – dem abschließenden Monat des Betrachtungszeitraums – bereits einen Exit durchlaufen hat. Für diese Unternehmen wird eine differenzierte Analyse über die Ausstiegsformen bzw. die Post-Exit-Eigentümer vorgenommen.

Im Folgenden wird zunächst die Relevanz von Eigentümerstrukturen von Unternehmen knapp erläutert (2.). Danach werden die typischen Formen des Ausstiegs von Private Equity erläutert und die Methodik sowie das empirische Sample vorgestellt (3.). Anschließend werden die empirischen Ergebnisse präsentiert (4. und 5.) und die Ergebnisse zusammengefasst (6.).

2. „Ownership matters“

Eigentümerschaft ist im gegenwärtigen Wirtschaftssystem einerseits mit gleichen Rechten und Verpflichtungen für alle Eigentümer verbunden. Andererseits existieren verschiedene Typen von Eigentümern, die sich etwa in ihren Zielen und Loyalitäten unterscheiden (Aguilera/Jackson 2010). Die Eigentübertypen stehen in direkter Beziehung zu anderen Elementen des wirtschaftlichen Systems, wenn z.B. in Aktiengesellschaften mit institutionellen Investoren die Mitbestimmungsrechte der Arbeitnehmervertreter in anderer Weise Gehör finden als in einer Personengesellschaft mit privaten Eigentümern (Hall/Gingerich 2009, 140-146). Dabei bezieht sich die Eigentümer-Forschung nicht nur auf Unternehmen, Aktionäre, Familien oder öffentlich-rechtliche Einrichtungen als Eigentümer, sondern auch auf die neuen finanzwirtschaftlichen Akteure. Hedgefonds, Staatsfonds, aktivistische Eigentümer und passive Indexfonds vertreten Interessen und zeitliche Horizonte, die zu der traditionell in Deutschland bzw. in Kontinentaleuropa herrschenden Eigentümerstruktur wenig passen (Goyer 2011; Gospel/Pendleton/Vitols 2014; Fichtner/Heemskerk 2019). Diesen neuen Akteursgruppen kommt eine wichtige Funktion beim partiellen Wandel des Corporate Governance in Deutschland zu (Schmidt 2001; Deeg 2011; Hall 2015; Röper 2018).

Traditionell ist das Corporate Governance-System (inklusive der Eigentümerstruktur) in Deutschland durch langfristige Finanzierungen, eine große Bedeutung des Bankensektors und große, häufig miteinander verknüpfte Blöcke von Eigentümern („Insider“) charakterisiert. Relevant sind auch ein hoher Anteil von Familieneigentümern sowie eine geringe Bedeutung des Marktes für Unternehmenskontrolle (O'Sullivan 2002; Schmidt 2004; Culpepper 2011; du Plessis u. a. 2017). Das Private-Equity-Geschäftsmodell ist dagegen durch

eine kurz- bis mittelfristige Kapitalbindung, eine strategische Konkurrenz zum Bankensektor und ein professionelles „Outsider“-Verhalten gekennzeichnet; es sieht den Markt für Unternehmenskontrolle als sein Hauptspielfeld.

Empirische Studien zeigen, dass die spezielle Handhabung der Corporate Governance durch die Private-Equity-Gesellschaften - insbesondere die Nutzung von Fremdkapital zur Disziplinierung des Managements und ein ständiges Monitoring der Unternehmensleitungen durch den Investor - sich positiv auf ihre Renditen auswirken (Knauer/May/Sommer 2013). Private Equity wird daher zu Recht sowohl von seinen Befürwortern (Jensen 1993; Stringham/Vogel 2018) wie von seinen Kritikern (Faust/Kädtler 2018) als ein Akteur eingeordnet, der die Funktionsweise des „Insider“-Systems in Frage stellt. Entsprechend kritisch kann es gesehen werden, wenn Private Equity (und andere Investmentfonds) wie in Großbritannien die Anteile des früheren „geduldigen“ Kapitals (Familien, Pensionsfonds, Versicherungen) übernehmen (Franks/Mayer 2017).

Ein spezieller Aspekt von Eigentümerschaft besteht im rechtlichen Sitz von Unternehmenskäufern. Dieser Aspekt wird seit langem in den Forschungen zu ausländischen Direktinvestitionen (Moosa 2002), zu international unterschiedlichen Kapitalismustypen (Nölke/May 2018) und zur Corporate Governance in unterschiedlichen Volkswirtschaften (Mallin 2011; Aguilera/Crespi-Cladera 2016) untersucht. So hat die Forschung zu ausländischen Direktinvestitionen deutlich gemacht, dass Direktinvestitionen für einen heimischen Unternehmenssektor Zugänge zu alternativen Finanzierungsmöglichkeiten, speziellen Technologien und Wissensbeständen herstellen können (Morasch/Bartholomae 2017). Durch diese Effekte hat auch Deutschland immer wieder von den Direktinvestitionen ausländischer Unternehmen profitiert (Klodt/Christensen 2007). Direktinvestitionen sind jedoch immer Teil einer zentralen Unternehmensstrategie, bei der die Perspektive des Headquarters bestimmend sein kann, und sie können mit den politischen Strategien des Herkunftslandes verknüpft sein. Daraus können sich für die Zielländer bedenkliche Abhängigkeiten ergeben, was z.B. für die Direktinvestitionen in einzelnen osteuropäischen Länder berichtet wird (Šćepanović 2019). In den vergangenen Jahren ist die Einbindung in politische Kontexte aufgrund des weltwirtschaftlichen Aufstiegs einiger Schwellenländer in den Fokus der Aufmerksamkeit gerückt; insbesondere in Bezug auf chinesische Direktinvestitionen wird dieser Kontext thematisiert (Felbermayr/Goldbeck/Sandkamp 2019). Dies hat auch in Deutschland eine neue Debatte über geostrategische Interessen in der Wirtschaftspolitik entfacht (Fuest u. a. 2019).

In der politikwissenschaftlichen Forschung zu unterschiedlichen Kapitalismustypen wird diesen Aspekten von Macht und politischer Einbindung inzwischen eine wachsende Bedeutung zugemessen. Für aufstiegswillige Schwellenländer scheint der Idealtyp des staatszentrierten Kapitalismus in China an Attraktivität zuzunehmen (Nölke u. a. 2015: 543). Nicht nur im Fall von Unternehmenskäufen durch chinesische Investoren (ten Brink 2014: 41), sondern bei Käufen aus einer wachsenden Zahl an Ländern wird daher über eine machtpolitische Komponente bei ihren Unternehmenskäufen diskutiert (Stephen 2014; Nölke 2018).

In der international vergleichenden Forschung zum Corporate Governance wird die Herkunft von Unternehmenskäufern vor allem im Kontext rivalisierender Governance-Systeme

thematisiert. So wird das oben angesprochene Outsider-System in seinem anglo-amerikanischen Entstehungsrahmen und das Insider-System in seinem kontinentaleuropäischen bzw. japanischen Entstehungsrahmen diskutiert (Mueller/Yurtoglu/Gugler 2004), wobei internationale Kapitalverflechtungen als wesentliche Triebkraft für eine Veränderung der Governance-Systeme angesehen werden. Dabei wird vor allem eine Konvergenz hin zum anglo-amerikanischen Corporate Governance erwartet bzw. kontrovers diskutiert (Schmidt 2001 und 2004; du Plessis/Saenger 2017). Ein Strang der Literatur verweist darauf, dass die faktische Dominanz des anglo-amerikanischen Finanzsystems persistent ist und auch normativ genutzt wird (Fichtner 2017). Unternehmenskäufe aus dem anglo-amerikanischen Raum in den Ländern der Insider-Systeme wirken in dieser Hinsicht zweifellos als Tendenzverstärker (Goyer 2006). Nicht zufällig fiel die stärkere Öffnung des deutschen Finanzsektors ab dem Ende der 1990er Jahre gegenüber dem anglo-amerikanischen Finanzsystems (Jackson and Sorge 2012) mit dem Markteintritt vieler großer Private-Equity-Firmen in Deutschland zusammen (Jowett and Jowett 2011, 52-75).

Mit dem Ausstieg der jeweiligen Private-Equity-Gesellschaft muss keine Rückkehr zu einem „Insider“-Verhalten einhergehen. Dafür sorgt gerade eine der Kernkompetenzen der Finanzinvestoren: sie sind darauf spezialisiert, den Verkaufsprozess möglichst breit anzulegen, um einen optimalen Preis zu erzielen. Dieser knapp skizzierten konzeptionellen Diskussion über die Wirkung von „Outsidern“ können zwei mögliche Pfade entnommen werden, mit denen ein „Outsider“-Verhalten sich fortsetzt:

- Bei dem Exit einer Private-Equity-Gesellschaft kommt eine andere Private-Equity-Gesellschaft zum Zuge. In diesem Fall setzt sich die finanzielle Eigentümerschaft fort.
- Bei dem Exit wird das jeweilige Unternehmen durch einen strategischen Akteur aus dem Ausland übernommen und zukünftig als Tochtergesellschaft geführt.

Beide Pfade sind zunächst nur Anhaltspunkte für die Zunahme des „Outsider“-Verhaltens von Eigentümern. Im Folgenden soll empirisch überprüft werden, in welchem Maße diese Pfade beim Ausstieg des Private-Equity-Investors beschritten werden.

3. Methodik und empirisches Sample

Private Equity zeichnet sich gegenüber anderen Formen von Finanzinvestments dadurch aus, dass es sich allein auf ein Buy-to-Sell-Geschäftsmodell konzentriert (Cumming 2010). Das Ziel der Übernahme (Buyout) sind üblicherweise am Markt etablierte Unternehmen; meist wird eine Mehrheit der Unternehmensanteile angestrebt. Falls das Unternehmen zuvor an der Börse notiert war, wird ein De-Listing vorgenommen. Üblicherweise legen die Private-Equity-Gesellschaften einen Fonds auf, in den externe Investoren einzahlen. Ein kleinerer Teil der Gesellschaften verfügt jedoch über eine eigene Kapitalbasis, weil sie z.B. als Vermögensverwalter einer Familie fungieren. Zusätzlich werden häufig Kredite bei Banken aufgenommen, um ein größeres Kapitalvolumen bewältigen zu können. Private Equity wird als Finanzinvestment bezeichnet, weil es zum einen allein auf eine maximale Rendite für die verwalteten Fonds zielt, während die Branchen oder Standorte der Zielunternehmen ständig wechseln. Zum anderen liegen die Fähigkeiten der Private-Equity-Gesellschaften

im finanzwirtschaftlichen Instrumentarium, d.h. in der Beschaffung von Kapital für die Fonds (Fundraising), in der Akquisition und im Desinvestment von Unternehmen sowie in der finanzwirtschaftlichen Optimierung der übernommenen Unternehmen (financial engineering).

Der Wiederverkauf (Exit) der Unternehmen stellt einen der wesentlichen Einnahmeposten im Geschäftsmodell dar. Entsprechend ist das Timing des Wiederverkaufs, die Auswahl des richtigen Exit-Kanals bzw. des Käufers von großer Bedeutung. In vielen Fällen wird die maximal mögliche Haltezeit von Unternehmen durch die Laufzeit des Fonds begrenzt. Zwar liegt diese Laufzeit üblicherweise bei zehn Jahren (Talmor/Vasvari 2011: 321). Da für die Akquisition und den Wiederverkauf der Unternehmen zusätzlich Zeit eingeplant werden muss, fällt die tatsächliche Haltezeit der Unternehmen deutlich kürzer aus. Durchschnittlich werden die Unternehmen in Deutschland zwischen fünf bis sechs Jahren von einem Private-Equity-Fonds gehalten (Scheuplein 2019a: 20).

Den Private-Equity-Gesellschaften stehen verschiedene Wege für den Wiederverkauf der Unternehmen offen:

- Der Verkauf an strategische Akteure (trade sale).
- Eine Platzierung des Unternehmens an der Börse.
- Der Verkauf an eine weitere Privat-Equity-Gesellschaft (Secondary Buyout).

Ein Verkauf an Privatpersonen wird in der Literatur zu den *trade sales* gerechnet. In diesem Beitrag werden diese Verkäufe gesondert ausgewiesen, da sie in den meisten Fällen das Scheitern der drei anderen Exit-Wege anzeigen: In den meisten dieser Fälle werden die Unternehmen an die früheren Eigentümerfamilien oder aber an das Management veräußert, so dass sich die Private-Equity-Gesellschaften damit eines Problemfalles entledigen.

Weiterhin kann auch ein ungeplanter Exit eintreten:

- Das übernommene Unternehmen muss Insolvenz anmelden.
- Es tritt ein Kreditausfall ein und die bisherigen Gläubiger übernehmen - z.B. in einem debt-to-equity-Prozess - die Eigentümeranteile der Private-Equity-Gesellschaft. Dies wird hier als Restrukturierung bezeichnet.

Schließlich ist es auch möglich, dass der Betrieb des Unternehmens eingestellt wird, in dem z.B. das gesamte Unternehmen liquidiert wird, oder aber die wesentlichen Standorte geschlossen und die Produktion ins Ausland verlagert wird.

Damit werden in diesem Beitrag sieben Exit-Typen unterschieden, die zu drei Gruppen zusammengefasst werden. Mit einem nicht-finanziellen Eigentümer (Stratege, Privatperson oder Aktionär) endet die Entscheidungskraft der Finanzinvestoren, während sie bei den Secondary Buyouts fortgesetzt wird. Im Fall der finanziellen Notlagen (Insolvenz, Restrukturierung, Betriebsschließung) ist der weitere Verlauf bei den ersten beiden Formen offen. (Die überwiegende Mehrheit der Unternehmen schließt das Insolvenzverfahren mit dem Verkauf an einen neuen Eigentümer ab.)

Die so unterschiedenen Exit-Typen sind in den einschlägigen Datenquellen (z.B. Merger&Acquisitions-Datenbanken) unterschiedlich repräsentiert. Während Börsengänge voll-

ständig und Verkäufe an Strategen überwiegend als Nachrichten am Finanzmarkt kommuniziert werden, werden die Käufer bei Secondary Buyouts nur partiell genannt. Insolvenzen, Restrukturierungen oder Betriebsschließungen werden in den Merger&Acquisitions-Datenbanken selten als Transaktion aufgeführt. So weist Strömberg (2008: 9; vgl. Kaplan/Strömberg 2009: 129) darauf hin, dass bei seinem Sample von Exits Informationen über den Verbleib von elf Prozent der Unternehmen fehlen; er führt dies auf ausbleibende Nachrichten zu Insolvenzen zurück.

In dieser Studie wird dieses methodische Problem dadurch gelöst, dass von allen Unternehmensübernahmen eines Jahres ausgegangen wird und danach die Eigentümerstruktur bis zu einem Wechsel bzw. bis spätestens zum September 2020 nachverfolgt wird. Als empirische Ausgangsbasis dient der Private-Equity-Monitor, in dem die Buyouts und Exits der Unternehmen mit einem rechtlichen Sitz in Deutschland dargestellt werden (vgl. Scheuplein/Teetz 2017). Für diese Studie wurden aus dieser Basis die Buyouts der Jahre 2012 bis 2015 ausgewählt. Bei den im Jahr 2015 übernommenen Unternehmen lag der Buyout bis zum September 2020 im Durchschnitt um fünf Jahre zurück, so dass für einen hohen Anteil bereits ein Exit angenommen werden kann. Insgesamt konnten 666 Unternehmen identifiziert werden, wobei auf jedes der vier betrachteten Jahre etwa ein Viertel der Unternehmen entfällt; die meisten Unternehmen (178, 27 %) wurden im letzten Jahr des Betrachtungszeitraums (2015) übernommen. Für alle Unternehmen konnten die Verkäufer, die übernehmende Private-Equity-Gesellschaft und bei einem Exit der jeweilige Käufer ermittelt werden. Bei drei Viertel aller Investments stammte das Kapital der Private-Equity-Gesellschaften aus befristet aufgelegten Fonds, während bei einem Viertel aller Investments eine dauerhafte Kapitalausstattung vorlag, z.B. über ein Family Offices.

4. Eigentümerformen nach dem Ausstieg von Private Equity

Von den 666 deutschen Unternehmen, die einen Buyout in den Jahren 2012 bis 2015 durchlaufen haben, war die übernehmende Private-Equity-Gesellschaft bis zum September 2020 bei 423 Unternehmen (64 %) nicht mehr der Eigentümer. Die Zahl der Exits lag im ersten Halbjahr bei 3 % und stieg dann schrittweise auf 15 % im fünften Halbjahr. Entsprechend erhöhte sich der Exit-Grad mit der Laufzeit, d.h. bei den Unternehmen mit einem Buyout im Jahr 2012 hatten bis zum September 2020 79 % einen neuen Eigentümer erhalten. Bei den Unternehmen mit einem Buyout im Jahr 2015 lag dieser Anteil zum gleichen Zeitpunkt erst bei 50 %.

Bis zu ihrem Exit waren die Unternehmen durchschnittlich 43 Monate im Eigentum eines Finanzinvestors. Diese Haltedauer wird mit den 243 Unternehmen, für die noch ein Exit bevorsteht, weiter ansteigen. Wie oben eingeführt, verfügten die Private-Equity-Gesellschaften bei einem Viertel der Unternehmensübernahmen über eine längerfristige Kapitalausstattung. Tatsächlich weisen diese Investments eine überdurchschnittliche Haltezeit auf. So hatten z.B. bei den Buyouts des Jahres 2012 rund 84 % aller Fonds-basierten Investments einen Exit bis zum September 2020 durchlaufen. Dies war jedoch nur bei 59 % der Übernahmen von Gesellschaften mit einer längerfristigen Kapitalausstattung der Fall. Entsprechend sind in dem jetzt darzustellenden Sample mit den 423 Exit-Unternehmen die

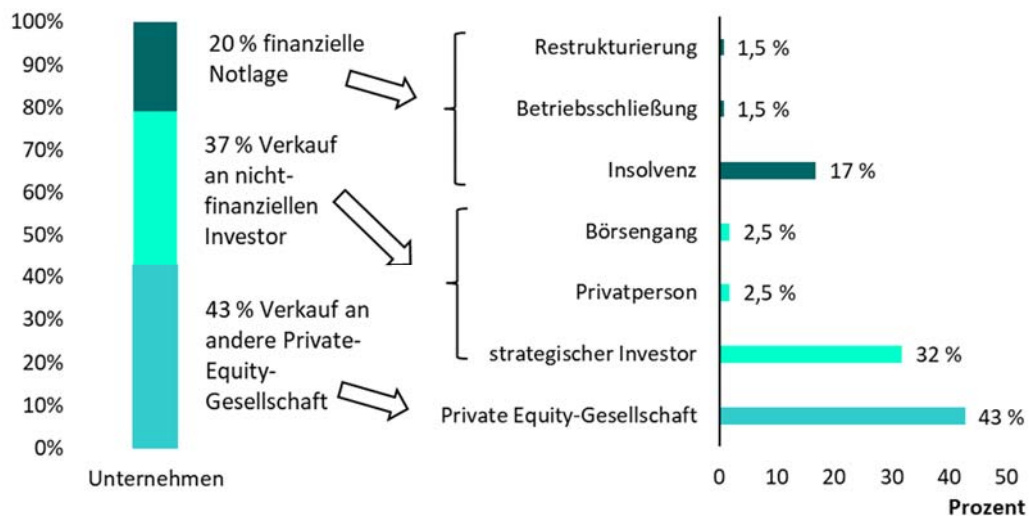
Fonds-basierten Übernahmen stärker repräsentiert als im Gesamtsample aller 666 Buy-outs.

Welche Eigentümer bekommen die Unternehmen, wenn die übernehmende Private-Equity-Gesellschaft ihre Gesellschafteranteile abgibt? Hierzu wurden die 423 Unternehmen den oben unterschiedenen sieben Exit-Typen zugeordnet (Abbildung 1), so dass sich folgendes Bild ergibt:

- Bei rund 37 % aller Exits erhielten die Unternehmen einen dauerhaften, nicht-finanziellen Eigentümer. Dabei entfielen die meisten Verkäufe auf Strategen (134 Unternehmen, 32 %), während es nur in zehn Fällen (2,5 %) zu einem Börsengang kam. Weitere 10 Unternehmen wurden von Privatpersonen übernommen.
- Bei 182 Unternehmen (43 %) wurde eine weitere Private-Equity-Gesellschaft der neue Eigentümer.
- In 87 Fällen (20 %) wurde die Eigentümerschaft der Private-Equity-Gesellschaft durch finanzielle Notlagen beendet. Dies betraf vor allem Insolvenzen (74 Unternehmen, 17 %). Daneben wurden in 7 Fällen (1,5 %) die Eigentümeranteile an die Gläubiger weitergegeben. Da es sich hier vor allem um Hedge-Fonds und Private-Equity-Gesellschaften handelte, verstärkt dies noch den Bedeutungsgewinn von Finanzinvestoren. Schließlich kam es in sechs Fällen zu Betriebsschließungen durch die Private-Equity-Eigentümer.

Klare Trends im Zeitverlauf der vier Jahrgänge sind nicht ausmachen. Auffällig ist zumindest, dass die Unternehmen der beiden späteren Buyout-Jahre 2014 und 2015 stärker von Insolvenzen betroffen sind. Dies ist möglicherweise auf eine Erhöhung der Preise am Markt für Unternehmenskontrolle zurückzuführen, wodurch die Überlebenschancen der Unternehmen gemindert werden. Da weitere Trends nicht absehbar sind, kann nicht prognostiziert werden, dass sich die Verteilung der Exit-Typen mit den folgenden Exits des verbliebenen Drittels an Unternehmen in eine bestimmte Richtung entwickeln wird. Für die weitere Diskussion wird angenommen, dass die Exit-Verteilung stabil bleiben wird.

Abb. 1: Formen, mit denen Private-Equity-Gesellschaften aus Unternehmen in Deutschland aussteigen*



*423 Unternehmen, die in den Jahren 2012 bis 2015 durch eine Private-Equity-Gesellschaft erworben wurden und bis zum September 2020 einen Eigentümerwechsel erlebt haben

Quelle: „Private-Equity-Monitor“ auf der Basis von Deal News/Majunke, Zephyr/Bureau van Dijk und Buyout Deals/Preqin sowie eigenen Recherchen

Insgesamt kommt es nur bei etwas mehr als einem Drittel der Unternehmen durch den Exit zu einem nicht-finanziellen Eigentümer. In diesen Fällen kann man von einer neuen Marktpositionierung der Unternehmen ausgehen, die auf Dauer angelegt ist. Allerdings werden hierzu auch die zehn Verkäufe an Privatpersonen gerechnet, bei denen in sechs Fällen die Alteigentümer bzw. das Management als neue Eigentümer zum Zuge kamen. Ob diese Verkäufe an Privatpersonen somit eine langfristige wirtschaftliche Perspektive bieten, ist zweifelhaft. (Eines dieser von Privatpersonen übernommene Unternehmen hatte bis zum Ende des Betrachtungszeitraums dieser Studie die Insolvenz angemeldet.)

Der Anteil von 17 % Unternehmen mit einer Insolvenz ist höher als in bislang vorliegenden Untersuchungen (vgl. Scheuplein 2020: 37 f.). So ermittelten Hammer/Loos/Schwetzler (2015: 12) für ihr Sample von 5.093 weltweiten Buyouts aus den Jahren 1997 bis 2010 eine Insolvenzrate von 10 %. Der höhere Insolvenzgrad in dieser Studie könnte sich durch den Zeitraum, die Eingrenzung auf deutsche Unternehmen und die stärkere Berücksichtigung kleiner und mittlerer Unternehmen erklären. Plausibler scheint es jedoch, dass sich die Differenz über die Methodik dieser Studie, bei der die Exits der Unternehmen lückenlos nachverfolgt werden, ergibt.

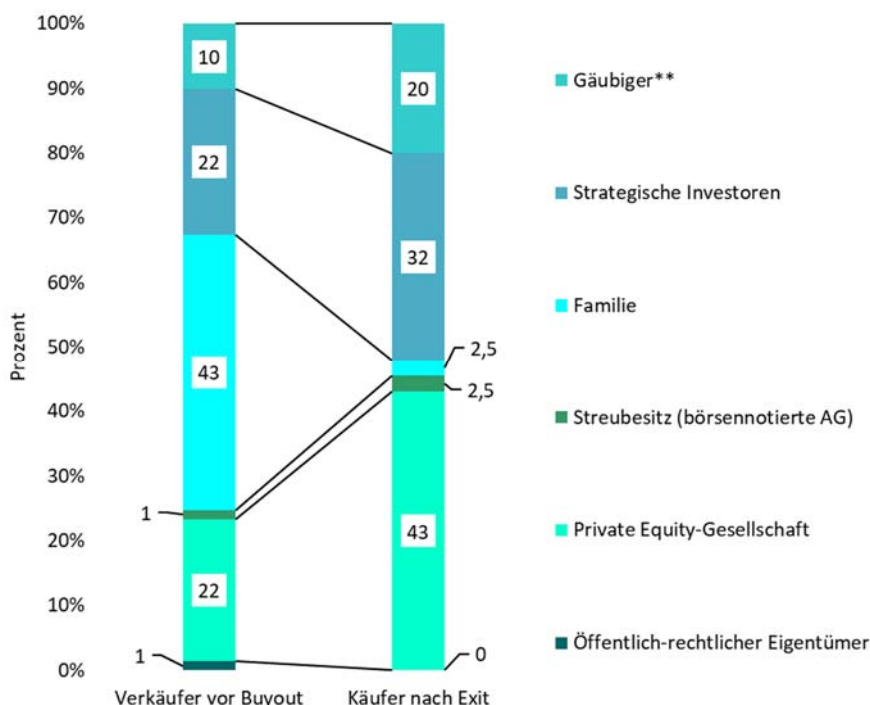
Die starke Bedeutung der Secondary Buyouts deckt sich mit einer bisherigen Betrachtung von Exits in Deutschland, die auch deren Anstieg in den letzten Jahren belegt (Scheuplein 2019a: 21). Erhebungen über die globale Verteilung von Exit-Typen zeigen, dass die Verkäufe an strategische Investoren noch bis nach der Finanzkrise 2008/09 zahlreicher waren

als Secondary Buyouts (Kaplan/Strömberg 2009: 129; Folus/Boutron 2015: 219;). Die Secondary Buyouts haben seitdem mit den Verkäufen an Strategen gleichziehen können (Wright u. a. 2019b: Figure 1.5).

Aber hat sich die Eigentümerstruktur der Unternehmen nach der Phase des jeweiligen Private-Equity-Eigentümers überhaupt stark verändert? Hierzu wird im nächsten Schritt ein Kontrast für alle 423 Unternehmen mit einem Exit vorgenommen: den Käufern bei einem Exit werden die jeweiligen Verkäufer bei dem ursprünglichen Buyout gegenübergestellt, d.h. der Zustand vor dem Eintritt der jeweiligen Private-Equity-Gesellschaft in das Unternehmen wird mit dem Zustand nach deren Austritt verglichen (Abbildung 2).

Die Unternehmen waren bereits vor dem betrachteten Verkauf an eine Private-Equity-Gesellschaft durch Private-Equity-Eigentümer (22 %) und durch Insolvenzen (10 %) gekennzeichnet. Mit dem Exit veränderte sich die Eigentümerstruktur vor allem in zwei Punkten: Erstens, während die Privatpersonen als Gründer oder Erbenfamilien die wichtigste Eigentümergruppe vor dem Buyout (43 %) darstellten, sank ihr Anteil nach dem Exit auf 2,5 %. Die „Brücke“ des Beteiligungskapitals führte somit zu einer Korporatisierung der Eigentümerstruktur. Zweitens, der Anteil der Private-Equity-Gesellschaften verdoppelte sich fast auf 43 %. Für diese Unternehmen ist das Bild der „Brücke“ wenig passend. Vielmehr zeichnet sich ein Trend zu einem steigenden Anteil von finanziellen Eigentümern für die Unternehmen ab.

Abb. 2: Eigentübertyp der Verkäufer vor dem Buyout und der Käufer nach dem Exit*



*423 Unternehmen, die in den Jahren 2012 bis 2015 durch eine Private-Equity-Gesellschaft erworben wurden und bis zum September 2020 einen Eigentümerwechsel erlebt haben

**Gläubiger bei Insolvenz und Fälle von Restrukturierung oder Betriebsschließung

Quelle: „Private-Equity-Monitor“ auf der Basis von Deal News/Majunke, Zephyr/Bureau van Dijk und Buyout Deals/Preqin sowie eigenen Recherchen

Daneben profitierten zwei weitere Eigentümer-Typen mit einem Anteilsgewinn von zehn Prozent von dem Rückgang der Privat-Eigentümer. Dies sind die strategischen Investoren, die ihren Anteil um ein Drittel auf 32 % steigerten, sowie Akteure in finanziellen Notlagen, die ihren Anteil auf 20 % verdoppelten. In letzterem Fall können nur die Insolvenzverwalter bzw. Gläubiger als Verkäufer ermittelt werden; diese machten jedoch – wie oben bereits dargestellt – den größten Teil (17 %) der Akteure bei diesem Exit-Typ aus. Damit liegt die Insolvenzhäufigkeit der Private-Equity-geführten Unternehmen deutlich über dem bundesdeutschen Durchschnitt (vgl. Scheuplein 2020: 48). Sollte es vor dem Buyout zu einem Eigentümerwechsel aufgrund von Zahlungsausfällen gekommen sein (Restrukturierung), so tauchen diese Fälle bei den anderen Eigentümer-Typen, d.h. insbesondere bei den Private-Equity-Gesellschaften auf.

Die Bedeutung von zwei weiteren Eigentümer-Typen blieb marginal. Börsennotierte Unternehmen stellten mit rund einem Prozent aller Übernahmen nur eine geringe Quelle an Kaufgelegenheiten der Private-Equity-Gesellschaften dar. Ihr Anteil stieg mit dem Exit deutlich auf rund 2,5 % an allen Verkäufen, blieb aber einer der beiden quantitativ kleinsten Exit-Kanäle. Schließlich seien noch die öffentlich-rechtlichen Eigentümer erwähnt. Sie traten bei sechs Unternehmen, d.h. einem Prozent der Buyouts als Verkäufer auf. Dagegen wurde beim Exit kein Unternehmen an einen öffentlich-rechtlichen Eigentümer veräußert.

Das Zwischenfazit lautet somit, dass nur eine Minderheit der Unternehmen mit dem Ausstieg der Private-Equity-Gesellschaft einen dauerhaften Gesellschafterkreis – d.h. strategische Eigentümer, Aktionäre oder Privatpersonen – erhalten hat. Demgegenüber übernahm bei mehr als zwei Fünfteln der Unternehmen wiederum eine Private-Equity-Gesellschafter die Eigentümerschaft; für diese Unternehmen begann damit ein weiterer Zyklus der Neuausrichtung und Eigentümersuche. Zudem geriet ein Fünftel der Unternehmen in eine finanzielle Notlage, d.h. vor allem in ein Insolvenzverfahren. In diesen Fällen war für die Unternehmen mit Einschnitten in die Geschäftstätigkeit und den Beschäftigtenstand zu rechnen, gegebenenfalls auch mit Betriebsschließungen und Standortaufgaben.

5. Internationalisierung der Eigentümerschaft

Die Finanzierungsform Private Equity hat sich seit den 1970er Jahren zunächst in den Vereinigten Staaten und in Großbritannien entwickelt. Obwohl in Deutschland bereits seit den 1970er Jahren einzelne Finanzmarktakteure mit Beteiligungskapital arbeiteten, etablierte sich Private Equity dort erst am Ende der 1990er Jahre auf einer breiten Basis (Jowett und Jowett 2011: 52-75). Es waren dann vor allem die großen US-amerikanischen und britischen Gesellschaften, die Veränderungen der regulatorischen und steuerlichen Rahmenbedingungen nutzten, um auf dem deutschen Markt für Unternehmenskontrolle tätig zu werden. Die Entwicklung der Private-Equity-Branche und seine internationale Ausrichtung gingen somit von Anfang an Hand in Hand (Scheuplein/Teetz 2015).

Dieser zeitliche und strukturelle Vorsprung von Finanzakteure aus den USA und aus Großbritannien erklärt sich vor allem über die Unterschiede in den Finanzsystemen (Gärtner/Flögel 2017: 73 ff.) bzw. Wirtschaftssystemen (Scheuplein 2019b: 3 f.). Das kapitalmarkt-basierte Finanzsystem der USA bietet ein Übernahme-freundliches Umfeld und stellt durch den höheren Anteil an börsennotierten Unternehmen mehr Übernahmekandidaten zur Verfügung. Zugleich sorgt das kapitalmarkt-basierte Rentensystem für einen steten Zufluss an Kapital in die Private-Equity-Fonds (van Zon 2016). Dagegen waren im bankbasierten Finanzsystems Deutschland lange Zeit die Bank-Kunden-Beziehungen eng und die Kapitalverflechtungen zwischen den großen Unternehmen hoch. Auch nachdem sich dies gewandelt hat, bestehen immer noch starke Interventionsmöglichkeiten für die Arbeitnehmerseite bei Unternehmensübernahmen (Deeg/Hardie 2016).

Inzwischen haben sich deutliche Lerneffekte und personelle Netzwerke in der deutschen Private-Equity-Branche ergeben. Es wurden vermehrt neue Gesellschaften gegründet, die Fonds und das mögliche Volumen von Transaktionen ist gewachsen. Dies hat die Bedeutung deutscher Private-Equity-Gesellschaften insbesondere bei der Übernahme von kleinen und mittleren Unternehmen nach der Weltfinanzkrise 2008/09 deutlich anschwellen lassen. Gleichzeitig durchliefen auch die Finanzakteure in den benachbarten europäischen Ländern ähnliche Lernkurven. So sind etwa seit dem Jahr 2016 Private-Equity-Gesellschaften aus Frankreich, Benelux und Skandinavien verstärkt auf dem deutschen Markt vertreten (Scheuplein 2019a: 15).

Durch die Internationalität der in Deutschland aktiven Private-Equity-Gesellschaften lösen die Unternehmensübernahmen hierzulande bereits einen Internationalisierungsschub in der Eigentümerstruktur aus. Relevanter ist jedoch die Frage, wie sich dieser Internationalisierungsgrad mit dem Exit gestaltet, wenn die Unternehmen dauerhaft in neue Eigentümerstrukturen eingebunden werden (bzw. werden sollten).

Für alle 666 Unternehmen des Samples konnte der rechtliche Unternehmenssitz der Verkäufer ermittelt werden, die an dem Buyout in den hier betrachteten Jahren 2012 bis 2015 beteiligt waren. Demnach befanden sich vor dem Buyout 467 Unternehmen (70 %) bei einem deutschen Eigentümer. 11 % der Unternehmen hatten einem Eigentümer aus den USA oder aus Großbritannien und 9 % der Unternehmen einen Eigentümer aus anderen europäischen Ländern. Nur 1 % der Unternehmen wies einen Eigentümer aus dem „Rest der Welt“ auf. Bei weiteren 9 % der Unternehmen wurde die Herkunft nicht ermittelt werden, da es sich um börsennotierte Gesellschaften oder um Unternehmen im Insolvenzstatus handelte.

Unter den rund 20 % an Unternehmen mit einem ausländischen Eigentümer befanden sich überwiegend Unternehmen, die schon vor dem Buyout eine Private-Equity-Gesellschaft zum Gesellschafter hatten. Hier war die Internationalisierung also bereits verbunden mit der Eigentumsübernahme durch Private Equity. Diese Unternehmen werden im nächsten Schritt ausgeblendet, um die Eigentümerstruktur vor dem Markteingriff von Private Equity präziser darzustellen. Zudem werden die Gläubiger der insolventen Unternehmen ausgegrenzt, da sie keine langfristig wirkende Eigentümerstruktur vor dem Buyout repräsentieren. Es verbleiben dann 287 Unternehmen, die zuvor einer Privatperson/Familie, einem

Strategen, den Aktionären oder einer öffentlich-rechtlichen Gesellschaft gehört hatten (Tabelle 1). Mit dieser Eingrenzung auf 287 Unternehmen erhöht sich der Anteil der inländischen Eigentümer deutlich. Sie hatten vor dem Buyout zu 86 % einen Eigentümer mit dem rechtlichen Sitz Deutschland, zu 8 % einen Eigentümer mit Sitz in einem europäischen Land und zu 4 % einen Eigentümer mit Sitz in den Vereinigten Staaten oder Großbritannien.

Tabelle 1 zeigt zugleich den Sitz der rechtlichen Eigentümer nach dem Exit, wobei auch hier die Secondary Buyouts und die Insolvenzen ausgeblendet werden. Da – wie in Abbildung 2 dargestellt – die Zahl der Private-Equity-Gesellschaft als Käufer bei den Exits ansteigt und diese Unternehmen an dieser Stelle wiederum ausgeblendet werden, liegt die Zahl der betrachteten Unternehmen nur bei 156. Nach dem Exit betrug der Anteil der Eigentümer mit einem ausländischen Unternehmenssitz rund zwei Drittel (68 %). Der größte Teil entfiel auf europäische Eigentümer (29 %), während Eigentümer aus den USA und Großbritannien 19 % der Unternehmen hielten. Beide Regionsgruppen konnten ihre Eigentümerschaft gegenüber der Vor-Buyout-Situation somit deutlich ausbauen. Besonders auffällig war jedoch der Anteilsgewinn von Käufern aus Asien. Während Länder außerhalb von Europa und Nordamerika als Eigentümer vor dem Buyout fast keine Rolle spielten, traten bei den Exits in 30 Fällen Investoren aus asiatischen Ländern auf (20 %), d.h. insbesondere aus China (18 Übernahmen) sowie aus Japan (9 Übernahmen).

Tabelle 1: Rechtlicher Unternehmenssitz der Verkäufer vor dem Buyout und der Käufer nach dem Exit*

Rechtlicher Unternehmenssitz	Verkäufer vor dem Buyout		Käufer nach dem Exit	
	Anzahl	v. H.	Anzahl	v. H.
Deutschland	243	85	40	26
USA / Großbritannien	12	4	30	19
Europa	24	8	45	29
Asien***	2	1	31	20
darunter: China	0	0	18	12
Eigentümer unbekannt**	6	2	10	6
Summe:	287	100	156	100

*Unternehmen, die in den Jahren 2012 bis 2015 durch eine Private-Equity-Gesellschaft erworben wurden und bis zum September 2020 einen Eigentümerwechsel erlebt haben, ohne Insolvenzen und ohne Verkäufe an Private-Equity-Gesellschaften

u.a. Aktionäre von börsennotierten Unternehmen *inklusive einer Gesellschaft auf den Britischen Jungferninseln

Quelle: „Private-Equity-Monitor“ auf der Basis von Deal News/Majunke, Zephyr/Bureau van Dijk und Buyout Deals/Preqin sowie eigenen Recherchen

Die chinesischen Käufer sind in den vergangenen Jahren nicht nur für die Private-Equity-Gesellschaften als Exit-Kanal wichtig geworden. Umgekehrt ist auch Private Equity eine wesentliche Quelle für die chinesischen Investoren, die in Deutschland Unternehmen erwerben. So stammten 24 % aller Unternehmen, die in den Jahren 2011 bis 2017 von einem chinesischen Käufer in Deutschland erworben worden sind, von einem Private-Equity-Eigentümer. Da es sich dabei teilweise um große Unternehmen handelt – wie bei Kion, Ista oder Kiekert -, war Private Equity nach der Zahl der Beschäftigten der wichtigste Verkäufer-typ (vgl. Scheuplein/Bian 2019).

Demgegenüber hatte nur rund ein Viertel der Erwerber bei einem Exit seinen Unternehmenssitz in Deutschland. Private Equity verändert somit umfassend den Internationalisierungsgrad der erworbenen Unternehmen¹. Damit wird eine weitere Folge des Engagements von Finanzinvestoren deutlich: Private Equity-Investoren sind einem bestimmten regionalen oder nationalen Produktionssystem kaum zu einer Loyalität verpflichtet. Gleichzeitig gehört eine global angelegte Suche nach Käufern zu ihren speziellen Kompetenzen. Eine Zunahme an Unternehmensübernahmen durch Private Equity bedeutet somit langfristig auch eine regionsexterne Verlagerung der Kommando- und Kontrollkapazitäten.

¹ Diese Tendenz würde sich vermutlich bei Einbezug der Beschäftigtenzahlen noch verstärken (vgl. in dieser Hinsicht: Scheuplein 2019a: 23). Für die vorliegende Studie wurden die Beschäftigtenzahlen jedoch nicht zum Zeitpunkt des Exits erhoben.

6. Zusammenfassung und Schlussfolgerungen

Private Equity übt eine temporäre Kontrolle über Unternehmen aus, um sich nach einer Zeit wieder anderen Unternehmen, Branchen und Regionen zuzuwenden. Damit nimmt diese Finanzierungsform in jeder Volkswirtschaft die Position eines „Outsiders“ ein: bei einer Übernahme kann Private Equity Unternehmensstrategien verändern und einen personellen Neuanfang starten, ohne an die wirtschaftlichen oder personellen Verflechtungen in einer Branche gebunden zu sein. In koordinierten Ökonomien wie in Deutschland tritt Private Equity noch in einem spezifischeren Sinne als Outsider auf: Hier werden auch wesentliche Stützpfeiler des Finanz- und Wirtschaftssystems herausgefordert, etwa die miteinander verknüpften Blöcke von Eigentümern („Insider“) oder die Mitbestimmungsrechte der Arbeitnehmer. Zweifellos haben die Private-Equity-Gesellschaften in den vergangenen Jahren auch in Deutschland in erheblichen Maße Unternehmen übernommen. Daher stellt sich die Frage nach den langfristigen Auswirkungen für den Sektor der übernommenen Unternehmen. In diesem Beitrag wurde empirisch untersucht, inwieweit die Unternehmen nach dem Ausstieg („Exit“) von Private Equity in das Eigentum von Akteuren gelangen, die ihnen dauerhafte wirtschaftliche Perspektive bieten.

Das empirische Sample bestand aus 666 Unternehmen in Deutschland, die in den Jahren 2012 bis 2015 von einer Private-Equity-Gesellschaft übernommen worden waren. Bei 423 Unternehmen hatte bis spätestens September 2020 ein Eigentümerwechsel stattgefunden. Die neuen Eigentümerstrukturen dieser 423 Unternehmen sind ernüchternd. Der Exit der Private-Equity-Gesellschaften war nur für eine Minderheit an Unternehmen mit dem Übergang in Eigentümerstrukturen verbunden, die eine stabile Unternehmensführung am Markt versprechen. Während vor dem Buyout rund zwei Drittel (67 %) der Unternehmen eine stabile Eigentümerstruktur (Familien, Strategen, Aktionäre und öffentliche Eigentümer) aufwiesen, sank dieser Anteil nach dem Exit auf etwas über ein Drittel (37 %). Dagegen wurden mehr als zwei Fünftel der Unternehmen beim Exit von einer weiteren Private-Equity-Gesellschaft als Eigentümer übernommen. Diese Unternehmen gingen in eine zweite Runde als Finanzinvestment, inklusive einer weiteren Käufersuche.

Bereits vor dem hier betrachteten Kauf befand sich ein Fünftel der Übernahmen in der Hand von Private Equity. Durch die Exits wurde dieser Anteil fast verdoppelt. Weiter gedacht bedeutet dies, dass das Beteiligungskapital für immer mehr Unternehmen nicht eine zeitweise Brücke hin zu einer stabileren Eigentümerstruktur darstellt. Vielmehr wechseln sich die Private-Equity-Gesellschaften als Eigentümer ab. Damit erhalten immer mehr Unternehmen einen derartigen Eigentümer und die gesamte Haltezeit, in der sich ein Unternehmen im Eigentum wechselnder Beteiligungsgesellschaft befindet, verlängert sich. Tatsächlich zeigt eine spezielle Auswertung für die im Jahr 2013 übernommenen Unternehmen, dass bis zum Herbst 2019 bereits knapp zwei Fünftel der Unternehmen zum dritten oder vierten Mal von einer Private-Equity-Gesellschaft übernommen worden waren (Scheuplein 2020: 54 f.).

Dramatischer fiel der Exit für ein weiteres Fünftel der betrachteten Unternehmen aus: Hier endete die Eigentümerschaft der Private-Equity-Gesellschaft in einer finanziellen Notlage der Unternehmen. Dies dokumentierte sich vor allem in Anträgen zur Anmeldung eines

Insolvenzverfahrens, zusätzlich wurden die Eigentümerwechsel aufgrund von Zahlungsausfällen (Restrukturierung) und Betriebsschließungen einbezogen. Die Insolvenzgefährdung fällt damit deutlich höher aus als in bislang vorliegenden Studien (die jedoch andere Zeiträume bzw. Länder behandelt haben).

Zusätzlich wurde untersucht, wie sich der rechtliche Sitz der Eigentümer mit dem Exit verändert. In der Ausgangssituation vor dem hier betrachteten Buyout hatten mehr als zwei Drittel der Unternehmen einen Eigentümer mit dem rechtlichen Sitz in Deutschland. Dieser Anteil betrug sogar 86 %, wenn man die Private-Equity-Gesellschaften und Gläubiger (bei Insolvenzen) als Verkäufer ausblendet. Nach dem Exit der erwerbenden Private-Equity-Gesellschaft kehrte sich das Bild um. So stieg der Anteil von Käufern aus den USA und aus europäischen Ländern auf knapp die Hälfte aller Unternehmen. Ein Fünftel der Unternehmen wurde von Käufern aus Asien, d.h. insbesondere aus China, übernommen. Käufer aus Deutschland stellten noch ein Viertel der neuen Eigentümer. Die Phase der Private-Equity-Eigentümerschaft führt somit zu einem starken Internationalisierungsschub bzw. zu einer räumlichen Verlagerung der Entscheidungsstrukturen für die Unternehmen.

Der besondere methodische Beitrag dieser Studie ist es, die Unternehmen aus nur einem Land und aus einem eng begrenzten Zeitraum der Übernahmejahre zu betrachten. Damit sind die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen für die Unternehmen recht ähnlich. Zugleich wurde der Verlauf der Eigentümerstrukturen lückenlos für sämtliche Unternehmen recherchiert, so dass kein Graubereich unaufgeklärter Fälle mehr besteht. Es ist plausibel, dass durch diesen Umstand der Anteil der Insolvenzfälle bzw. der Unternehmen mit finanziellen Notlagen in dieser Studie hoch ausfällt.

Da rund 36 % der Unternehmen sich im September 2020 noch im Eigentum der ursprünglich übernehmenden Private-Equity-Gesellschaft befinden, ist dieses Ergebnis nur eine Momentaufnahme. Die Anteile der jeweiligen Eigentümer-Gruppe bzw. der rechtlichen Unternehmenssitze können sich in den Folgejahren weiter verschieben.

Es sei angemerkt, dass sich die Exit-Aktivität seit dem Beginn der Covid19-Pandemie stark verringert hat. Wurde im Jahr 2019 noch bei 62 Unternehmen ein Eigentümerwechsel vorgenommen, so ist dies im bisherigen Jahr 2020 (Januar-September) nur bei 19 Unternehmen festzustellen. Besorgniserregend ist dabei, dass es sich bei zehn der 14 Exits seit März 2020 um Insolvenzen handelt. Die Insolvenzgefährdung scheint somit seit Beginn der Covid19-Pandemie stark zuzunehmen, obwohl derzeit und noch bis zum Jahresende die Antragspflichten für eine Insolvenz teilweise ausgesetzt sind. Ob sich die Private-Equity-geführten Unternehmen von Unternehmen anderer Eigentümergruppen unterscheiden, bleibt jedoch abzuwarten.

Literatur

- Achleitner, Ann-Kristin; Metzger, Georg; Reiner, Uwe; Tchouvakhina, Margarita (2010): Beteiligungsmarkt nach der Krise: Optimistischer Ausblick, aber Angebotslücke im Wachstumskapital wird grösser. KfW-Research. Frankfurt am Main.
- Achleitner, Ann-Kristin; Bauer, Oliver; Figge, Christian; Lutz, Eva (2012): The case for secondary buyouts as exit channel. *Journal of applied corporate finance*, 24 (4), 102-111.
- Aguilera, Ruth V.; Crespi-Cladera, Rafael (2016): Global corporate governance: On the relevance of firms' ownership structure. *Journal of World Business*, 51(1), 50-57.
- Aguilera, Ruth V., Jackson, Gregory (2010): Comparative and international corporate governance. *Academy of Management Annals*, 4 (1), 485-556.
- Culpepper, Pepper D. (2011): *Quiet Politics and Business Power: Corporate Control in Europe and Japan*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Cumming, Douglas (Hrsg.) (2010): *Fund Types, Risks and Returns, and Regulation*. Wiley: Hoboken.
- Deeg, Richard (2014): Financialization and Institutional Change in Capitalisms: A Comparison of the US and Germany. *The Journal of Comparative Economic Studies* 9, 47-68.
- Deeg, Richard; Hardie, Ian (2016): What Is Patient Capital and Who Supplies It? *Socio-Economic Review* 14 (4): 627-645.
- du Plessis, Jean J.; Saenger, Ingo (2017): An Overview of the Corporate Governance Debate in Germany. In: du Plessis, Jean J., Großfeld, Bernhard; Luttermann, Claus u. a. (Hg.): *German Corporate Governance in International and European Context*. 3. Aufl., Heidelberg: Springer, 17-62.
- du Plessis, Jean J., Großfeld, Bernhard; Luttermann, Claus u. a. (Hg.) (2017): *German Corporate Governance in International and European Context*. Heidelberg: Springer.
- Faust, Michael, Kädtler, Jürgen (2018): Die Finanzialisierung von Unternehmen. *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie* 70 (1): 167-194.
- Felbermayr, Gabriel; Goldbeck, Moritz; Sandkamp, Alexander (2019): *Chinas ausländische Direktinvestitionen: Ein Überblick*. Kiel Policy Briefs, 123. Kiel.
- Fichtner, Jan (2017): Perpetual decline or persistent dominance? Uncovering Anglo-America's true structural power in global finance. *Review of International Studies*, 43(1), 3-28.
- Fichtner, Jan; Heemskerk, Eelke M. (2019): *The New Permanent Universal Owners: Index Funds, (Im)patient Capital, and the Claim of Long-termism* (November 13, 2018). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3321597>
- Folus, Didier; Boutron, Emmanuel (2015): Exit Strategies in Private Equity. In: Baker, H. Kent; Filbeck, Greg; Kiyamaz, Halil (Hrsg.): *Private Equity: Opportunities and Risks*. Oxford: Oxford University Press, 215-235.
- Franks, Julian R.; Mayer, Colin P. (2017): Evolution of ownership and control around the world: the changing face of capitalism. Hermalin, Benjamin E.; Weisbach, Michael S. (Hg.): *The handbook of the economics of corporate governance; Volume 1*. Amsterdam: North-Holland. 685-735
- Fuest, Clemens; Wambach, Achim; Motta, Massimo; Peitz, Martin u. a. (2019): Zäsur in der europäischen Wettbewerbs- und Industriepolitik: Freie Fahrt für europäische Champions? *ifo Schnelldienst* 72(8), 3-26.
- Gärtner, Stefan; Flögel, Franz (2017): *Raum und Banken. Zur Funktionsweise regionaler Banken*. Reihe Innovation, Raum und Kultur, Nr. 2. Baden-Baden: Nomos.

- Gospel, Howard; Pendleton, Andrew; Vitols, Sigurt (Hg.) (2014): *Financialization, New Investment Funds, and Labour. An International Comparison*. Oxford.
- Goyer, Michel (2006): Varieties of institutional investors and national models of capitalism: The transformation of corporate governance in France and Germany. *Politics and Society*, 34(3), 399–430.
- Hall, Peter A. (2015): The Fate of the German Model. In: Unger, Brigitte (Hg.): *The German Model Seen by its Neighbours*, edited by, 43-61. Brussels: Social Europe.
- Hall, Peter A.; Gingerich, Daniel W. (2009): Varieties of Capitalism and Institutional Complementarities in the Political Economy: An Empirical Analysis. In: Hancké, Bob (Hg.): *Debating Varieties of Capitalism*. Oxford: Oxford University Press, 135-179.
- Hammer, Benjamin; Loos, Robert; Schwetzler, Bernhard (2015): *Exit Through Exitus in Private Equity Buyouts*. Online verfügbar unter: <http://ssrn.com/abstract=2580910>
- Invest Europe (Hrsg.) (2020): *Investing in Europe: Private Equity activity 2019*. Online verfügbar unter: <https://www.investeurope.eu/research/publications/>
- Jackson, Gregory; Sorge, Arndt (2012): The trajectory of institutional change in Germany, 1979–2009. *Journal of European Public Policy* 19 (8), 1146-1167.
- Jelic, Ranko; Wright, Mike; Murinde, Victor; Ahmad, Wasim (2019): Buyout Longevity and Post-Exit Performance. In: Wright, Mike u.a. (Hg.): *The Routledge Companion to Management Buyouts*. Routledge: London und New York, 508-529.
- Jensen, Michael C. (1993): The modern industrial revolution: exit and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48:3, 831–880.
- Jowett, Paul, and Françoise Jowett (2011): *Private Equity. The German Experience*. Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- Kaplan, Steven N.; Strömberg, Per (2009): Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*, 23:1, 121–146.
- Kaserer, Christoph u.a. (2007): *Private Equity in Deutschland. Rahmenbedingungen, ökonomische Bedeutung und Handlungsempfehlungen*. Norderstedt.
- Klodt, Henning; Christensen, Björn (2007): Home Market Effects of Foreign Direct Investment: The Case of Germany. *Außenwirtschaft* 62(1): 63–76.
- Knauer, Thorsten; May, Markus; Sommer, Friedrich (2013): Corporate Governance und Unternehmenswerteffekte bei Leveraged Buyouts: State of the Art der empirischen Forschung. *Journal für Betriebswirtschaft*, Vol. 63(2), 117-156.
- Mallin, Christine A. (Hg.) (2011): *Handbook on International Corporate Governance Country Analyses. Second Edition*. Cheltenham und Northampton: Edward Elgar.
- Moosa, Imad A. (2002): *Foreign direct investment: theory, evidence and practice*. Basingstoke [u. a.]: Palgrave, Macmillan.
- Morasch, Karl; Bartholomae, Florian (2017): *Handel und Wettbewerb auf globalen Märkten*. Wiesbaden: Springer Gabler.
- Müller, Götz; Vasconcelos, Manuel (2012): Listed Private Equity and the Case of Exits. In: Cumming, Douglas (Hrsg.) (2012): *The Oxford Handbook of Private Equity*. Oxford: Oxford University Press, 611-635.
- Mueller, Dennis C.; Yurtoglu, Burcin; Gugler, Klaus (2004): Corporate Governance and Globalization. *Oxford Review of Economic Policy* 20(1): 129-156.
- Nölke, Andreas; May, Christian (Hg.) (2018): *Handbook of the International Political Economy of the Corporation*. Cheltenham: Edward Elgar, 152-166.

- Nölke, Andreas; ten Brink, Tobias; Claar, Simone; May, Christian (2015): Domestic structures, foreign economic policies and global economic order: Implications from the rise of large emerging economies. *European Journal of International Relations*, 21(3), 538 – 567.
- Norbäck, Pehr-Johan; Persson, Lars; Tåg, Joacim (2010): *Buying to Sell: A Theory of Buy-outs*. (IFN Working Paper; Nr. 817). IFN - Research Institute of Industrial Economics. Online verfügbar unter: <http://www.ifn.se/wfiles/wp/wp817.pdf>
- O'Sullivan, Mary (2002): Corporate Governance in Germany: Productive and Financial Challenges. In: Lazonick, William; O'Sullivan, Mary (Hg.): *Corporate Governance and Sustainable Prosperity*. Basingstoke und New York: Palgrave, 255-300.
- Röper, Nils (2018): German Finance Capitalism: The Paradigm Shift Underlying Financial Diversification". *New Political Economy* 23 (3), 366-390.
- Šćepanović, Vera (2019): National interests and foreign direct investment in East Central Europe after 1989. In: Berger, Stefan; Fetzer, Thomas (Hg.): *Nationalism and the Economy. Explorations into a Neglected Relationship*. Budapest: Central European University Press, 209-236.
- Scheuplein, Christoph (2019a): *Private Equity Monitor 2018: Die aktuelle Tätigkeit von Finanzinvestoren in Deutschland*". Reihe: Mitbestimmungsförderung Report, Nr. 49. Düsseldorf.
- Scheuplein, Christoph (2019b): Private Equity as a commodification of companies: the case of the German automotive supply industry. *The Journal of Economic Policy* [Online First], 1-16.
- Scheuplein, Christoph (2020): *Wie entwickeln sich Unternehmen mit Private-Equity-Eigentümern in Deutschland?* Reihe: Study, Nr. 447. Düsseldorf. [Im Erscheinen]
- Scheuplein, Christoph; Bian, Shuwen (2019): *Vom Private Equity-Investor zum chinesischen Investor*. Mitbestimmungsportal der Hans-Böckler-Stiftung, 30.7.2019. Online verfügbar unter: <https://www.mitbestimmung.de/html/vom-private-equity-investor-zum-11615.html>
- Scheuplein, Christoph; Teetz, Florian (2015): Internationalisierung des deutschen Beteiligungskapital-Marktes. *Geographische Rundschau*, 67(2), 26-31.
- Scheuplein, Christoph; Teetz, Florian (2017): *Private Equity-Aktivitäten in Deutschland 2014/2015. Eine Analyse von Buyouts, Exits und Private Equity-Gesellschaften*. Reihe Study Nr. 367 der Hans-Böckler-Stiftung. Düsseldorf 2017.
- Schmidt, Reinhard H. (2001): Kontinuität und Wandel bei der Corporate Governance in Deutschland. *Zeitschrift für die betriebswirtschaftliche Forschung*, Special Issue 47: 61-87.
- Schmidt, Reinhard H. (2004): *Corporate Governance in Germany: An Economic Perspective*. In: Krahn, Jan P.; Schmidt, Reinhard H. (Hg.): *The German Financial System*. Oxford: Oxford University Press, 386-424.
- Stephen, Matthew D. (2014): Rising powers, global capitalism and liberal global governance: A historical materialist account of the BRICs challenge. *European Journal of International Relations*, 20(4), 912–938.
- Stringham, Edward; Vogel, Jack (2018): The leveraged invisible hand: how private equity enhances the market for corporate control and capitalism itself. *European Journal of Law and Economics* 46 (2), 223-244.
- Strömberg, Per (2008): The new demography of private equity. Gurung, Anuradha; Lerner, Josh (Hg.): *Globalization of Alternative Investments - Working Papers Volume 1: The Global Economic Impact of Private Equity Report 2008*. World Economic Forum. Genf und New York, 3-26.

- Talmor, Eli; Vasvari, Florin (2011): *International Private Equity*. Wiley: Chichester.
- ten Brink, Tobias (2014): *The Challenges of China's Non-liberal Capitalism for the Liberal Global Economic Order*. *Harvard Asia Quarterly*, 16:2, 36-44.
- van Zon, Hans (2016): *The Variety of Capitalism and Neoliberalism*. In: van Zon, Hans (Hg.): *Globalized Finance and Varieties of Capitalism*, Kapitel 3. London: Palgrave Macmillan.
- Wright, Mike; Amess, Kevin; Bacon, Nick; Siegel, Donald (2019a): *The Routledge Companion to Management Buyouts*. Routledge: London und New York.
- Wright, Mike; Amess, Kevin; Bacon, Nick; Siegel, D. (2019b): *Management buyouts: an introduction and overview*. In: Wright, Mike; Amess, Kevin; Bacon, Nick; Siegel, Donald (Hg.): *The Routledge Companion to Management Buyouts*. Routledge: London und New York, 1-26.

Autor:

Dr. Christoph Scheuplein ist wissenschaftlicher Mitarbeiter des Forschungsschwerpunktes Raumkapital am Institut Arbeit und Technik.

Kontakt: scheuplein@iat.eu

Forschung Aktuell 2020-10

ISSN 1866 – 0835

Institut Arbeit und Technik der Westfälischen Hochschule
Gelsenkirchen – Bocholt – Recklinghausen

Redaktionsschluss: 06.10.2020

<http://www.iat.eu/forschung-und-beratung/publikationen/forschung-aktuell.html>

Redaktion

Claudia Braczko

Tel.: 0209 - 1707 176

Institut Arbeit und Technik

Fax: 0209 - 1707 110

Munscheidstr. 14

E-Mail: braczko@iat.eu

45886 Gelsenkirchen

IAT im Internet: <http://www.iat.eu>