ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Peskes, Markus; Tang Zheng, Fabian

Research Report

Heuschrecke oder Heilbringer? Eine Untersuchung des nachhaltigen Wertebeitrags von private equity Transaktionen insb. im Mittelstand für Investoren und Unternehmen

IUCF Working Paper, No. 8/2023

Suggested Citation: Peskes, Markus; Tang Zheng, Fabian (2023) : Heuschrecke oder Heilbringer? Eine Untersuchung des nachhaltigen Wertebeitrags von private equity Transaktionen insb. im Mittelstand für Investoren und Unternehmen, IUCF Working Paper, No. 8/2023, ZBW - Leibniz Information Centre for Economics, Kiel, Hamburg

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/273494

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.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Heuschrecke oder Heilbringer?

Eine Untersuchung des nachhaltigen Wertebeitrags von Private Equity Transaktionen insb. im Mittelstand für Investoren und Unternehmen

PROF. DR. MARKUS PESKES
FABIAN TANG ZHENG

Research Paper
zugleich IUCF Working Paper, No. 8/2023

Juli 2023

HEUSCHRECKE ODER HEILBRINGER?

EINE UNTERSUCHUNG DES NACHHALTIGEN WERTEBEITRAGS VON PRIVATE EQUITY TRANSAKTIONEN INSB. IM MITTELSTAND FÜR INVESTOREN UND UNTERNEHMEN

Prof. Dr. Markus Peskes, Fabian Tang Zheng*[1]

Abstract

Private Equity - eine Form der Unternehmensfinanzierung, die sich mittlerweile zu einer milliardenschweren Branche entwickelt hat, aber zugleich oftmals kritisiert wird - entstand aus dem Bedürfnis nach alternativen Finanzierungsmöglichkeiten und beeinflusste Wirtschaft und Gesellschaft nachhaltig. Besondere Bekanntheit erlangte diese oftmals als intransparent bezeichnete Branche durch kritische Äußerungen eines bekannten SPD-Politikers. Dieser kandidierte im Nachbarwahlkreis der Zentrale eines großen Sanitärherstellers, der eine Negativhistorie mit Private Equity Transaktionen aufwies und bezeichnete diese Finanzinvestoren als ‚Heuschrecken'. Spätestens seit diesem Zeitpunkt konnten sich Private Equity Gesellschaften öffentlicher Aufmerksamkeit sicher sein, und die fremdkapitalgetriebene Unternehmensübernahme des Leveraged Buy-Outs wurde ein Begriff.

Diese vielschichtige Branche stellt in vielfältiger Art Beteiligungskapital außerhalb geregelter Kapitalmärkte zur Verfügung und sollte vor dem Hintergrund wachsender Bedeutung auch und gerade für KMU differenzierter betrachtet werden. Die Besonderheiten von Private Equity liegen nicht nur bei der begrifflichen Abgrenzung und ihren Strukturen, sondern erstrecken sich bis zu den Methoden mit dem Ziel, eine Überrendite gegenüber dem öffentlichen Markt zu erzielen. Dieser Überrendite stehen eine Reihe von Wertsteigerungsmethoden gegenüber, die der Betrachtung Münteferings' als „Heuschrecke" eine neue Sichtweise verleihen. Private Equity kann zweifelslos einen großen Einfluss auf Unternehmen nehmen. Insofern erscheint ein holistischer Blick auf diese Branche geboten.

Entsprechend werden im vorliegenden Research Paper Private Equity Investitionen mit Fokus auf den Mittelstand hinsichtlich ihrer nachhaltigen Wertebeiträge für Investoren und Unternehmen untersucht.

* **Prof. Dr. Markus Peskes** lehrt und forscht primär zu den Themen Accounting und (IT-)Controlling an der NBS Northern Business School - University of Applied Sciences in Hamburg und ist Leiter des Instituts für Unternehmensrechnung, Controlling und Finanzmanagement (IUCF). Darüber hinaus ist er selbstständiger Berater für Controlling sowie Prozess- und Projektmanagement insb. für KMU.

Fabian Tang Zheng absolvierte zunächst sein Bachelorstudium der Betriebswirtschaftslehre an der NBS Northern Business School - University of Applied Sciences in Hamburg und war parallel Studentischer Mitarbeiter am IUCF. Seit kurzem ist er im Investment Banking bei Barcleys tätig und war zuvor u.a. bei Rothschild & Co angestellt.

1. Ausgangslage

„Manche Finanzinvestoren verschwenden keinen Gedanken an die Menschen, deren Arbeitsplätze sie vernichten – sie bleiben anonym, haben kein Gesicht, fallen wie Heuschreckenschwärme über Unternehmen her, grasen sie ab und ziehen weiter“[1]

In Anlehnung an das bekannte biblische Zitat der Heuschrecken als Plage der Menschheit[2] verwendete der Politiker Müntefering diese negativ konnotierte Metapher für Finanzinvestoren 2005 in einem Interview und prägte damit das Image dieser Private Equity Gesellschaften. Dabei kritisierte er Finanzinvestoren als opportunistisch handelnde und ohne Rücksicht auf Verluste Unternehmen zerschlagende Wirtschaftssubjekte, mit dem Ziel der Gewinnerzielung.[3] Spätestens seit diesem Interview ist umstritten, ob Finanzinvestoren wirklich wie Heuschrecken agieren und Unternehmen aufkaufen, zerschlagen und mit ihrem Gewinn weiterziehen und überall nur Unheil hinterlassen. Allerdings werden Private Equity Investoren auf der anderen Seite immer wichtiger für den deutschen Mittelstand.[4]

Die omnipräsente Nachfolgeproblematik führt dazu, dass Gesellschafter ihr Unternehmen mangels familiärer Nachfolge verkaufen möchten, aber oftmals keinen passenden Käufer finden. Dies kann verschiedene Gründe haben. Angefangen damit, dass der Markt zu klein ist, um passende strategische Investoren zu finden, andere Inverstoren zu wenig Kapital für eine Übernahme besitzen oder gar Angst vor der Ausnutzung von wettbewerbsrelevanten Informationen haben. Ebenfalls schränken regulatorische Veränderungen und Kapitalregelungen nach Basel I-IV die Möglichkeit der Fremdkapitalaufnahme ein, weshalb Private Equity Finanzierungen immer mehr an Beliebtheit gewinnen.[5] Während Kapitalbeteiligungsgesellschaften sich zunächst auf große Transaktionen mit einem Transaktionsvolumen von mehreren hundert Millionen Euro konzentrierten, ist der Mittelstand mittlerweile auch zu einem ausgesprochen attraktives Investitionsfeld geworden.[6]

Dies spiegelt sich auch in der Entwicklung der Private Equity Investitionssummen wider. Laut dem Bundesverband deutscher Kapitalgesellschaften (BVK) wurden in Deutschland im Jahre 2022 beinahe drei Mal so hohe Private Equity Investitionen (Buy-Outs) getätigt; wie im Jahr 2015.[7] Zurecht weist allerdings PWC Deutschland in seinem Private Equity Trend Report 2023 darauf hin, dass dieser Trend seit der 2. Jahreshälfte

[1] Vgl. Müntefering (2005), zitiert nach Thorsten Mumme: Warum das Bild der bösen Heuschrecke häufig wirklich stimmt, in: Tagesspiegel, URL: https://www.tagesspiegel.de/wirtschaft/private-equity-unternehmen-warum-das-bild-der- boesen-heuschrecke-haeufig-wirklich-stimmt/25165374.html.
[2] Vgl. Luther (2017): Die achte Plage: Heuschrecken, URL: https://www.die-bibel.de/bibeln/online-bibeln/lesen/LU17/EXO.10/2.-Mose-10
[3] Vgl. Bayaz (2014), S. 15 ff.
[4] Finanzinvestoren und Private Equity Investoren werden in diesem Paper synonym verwendet.
[5] Vgl. Thum, Timmreck, Keul (2008), Prolog
[6] Vgl. Böhm (2020), S. 229
[7] Vgl. BVK (Hrsg.) (2023): BVK Statistik - Das Jahr in Zahlen 2022, Tabellenblatt "Investitionen" - Tabelle 5

2022 rückläufig ist.[8] Vor diesem Hintergrund soll nachfolgend untersucht werden, inwieweit Private Equity Transaktionen einen tatsächlichen Mehrwert für Investoren hinsichtlich Ihrer Rendite und für Unternehmen hinsichtlich ihrer nachhaltigen, anhaltenden Wirtschaftlichkeit erzielen können. Der Fokus liegt dabei auf Unternehmen im Mittelstand, den sog. KMU[9], da diese in Deutschland einen signifikanten Anteil aller Unternehmen und Beschäftigten ausmachen und für Private-Equity-Investoren hinsichtlich der Werthebel ein äußerst attraktives Investitionsobjekt darstellen.[10]

Dieses Research Paper startet mit den Ursachen des Aufstieg der Private Equity Branche. Sodann werden die Herausforderungen der Unternehmensfinanzierung erläutert und eine begriffliche Abgrenzung von Private Equity im weiteren und im engeren Sinne vorgenommen. Für ein besseres Verständnis der Attraktivität der Private Equity Branche werden die Strukturen solcher Fonds und deren Renditepotenzial im Vergleich zum Aktienmarkt aufgezeigt sowie die Wertschöpfungstreiber für Investoren und Unternehmen aufgezeigt. Dazu zählen hauptsächlich Leveraged Buy-Out, Management Incentivierung, Operational Engineering, Netzwerk- und Know-How-Transfer, Buy & Build Strategie, Multiplearbitrage und schließlich die ESG-Kriterien. Als Praxisfall dient der Fall der Grohe AG, der die Heuschreckendebatte initial auslöste. Abschließend wird die Entwicklung von Portfoliounternehmen in den Händen von Private Equity Gesellschaften anhand diverser Studien holistisch betrachtet und in der Schlussbetrachtung ein Ausblick auf die zukünftige Entwicklung der Private Equity Branche gegeben.

[8] Vgl. PWC Deutschland (2023) Private Equity Trend Report 2023, URL: https://www.pwc.de/de/private-equity/private-equity-trend-report.html

2. Aufstieg von Private Equity Finanzierungen

2.1 Herausforderung der Unternehmensfinanzierung

3,35 Millionen Unternehmen bzw. 99,3% aller Unternehmen in Deutschland sind laut dem Institut für Mittelstandsforschung Bonn (IfM-Bonn) mittelständische Unternehmen. Knapp 54,4 % aller Beschäftigten Deutschlands sind in KMU tätig und 70,6% aller Auszubildenden werden in KMU ausgebildet.[11]

Neben diesen quantitativen Faktoren ist es noch sinnvoll, qualitative Unterscheidungsmerkmale in die Kategorisierung von KMU mit einzubinden. Mittelständische Unternehmen kennzeichnen sich vorrangig durch die Einheit von Eigentum und Leistung. Das Unternehmen gehört i.d.R. zwei natürlichen Personen oder ihren Familienangehören, die mindestens 50 % der Unternehmensanteile besitzen.[12]

Der Mittelstand steht bzgl. der Kapitalbeschaffung verschiedensten Herausforderungen gegenüber. Kategorisiert werden können diese in unternehmensbezogene und marktbezogene Problemfelder. Die marktbezogene Herausforderung liegt in der Informationsasymmetrie. Entscheidungsrelevante Informationen sind wesentlich schwerer zu erhalten als in größeren Unternehmen. Im Rahmen der Unternehmensführung wird oftmals zudem auf detaillierte finanzwirtschaftliche Kapital-, Finanz- und Liquiditätsplanungen verzichtet. Eine weitere Herausforderung bei der Aufnahme von Kapital existiert darin, dass diese Unternehmen oftmals eine Spezialisierung aufweisen und weniger diversifiziert in Anbetracht von Geschäftsbereichen, Kunden- und Lieferantenbeziehungen sind. Weitere können Gründe wie u.a. mangelndes betriebswirtschaftliches Verständnis sowie die „Herr-im- Haus-Mentalität“ sein.[13]

Diese erschwerten Finanzierungsbedingungen führen zu höheren Risiken seitens der Kapitalgeber, woraus - als Ausdruck des Ausfallrisikos - erhöhte Zinsen bei der Fremdfinanzierung resultieren. Dies gefährdet die ohnehin schon schwierige Finanzplanung von KMU insb. die klassische Bankenfinanzierung betreffend. Aber auch regulatorische Regelungen, wie Basel I-IV, sorgen dafür, dass Banken in ihrer Kreditvergabe vorsichtiger geworden sind und sein müssen. Durch eine vorgeschriebene Hinterlegung von haftendem Eigenkapital in Höhe von 8 % im Verhältnis zur Gesamtkreditsumme der

[8] Vgl. BVK Statistik - Das Jahr in Zahlen 2021, Tabellenblatt "Investitionen" - Tabelle 5

[9] Kleine und mittlere Unternehmen. Vgl. zum Begriff KMU u.a. IfM-Bonn (Hrsg.) (o.J.): KMU-Definition der Europäischen Kommission, URL: https://www.ifm-bonn.org/ definitionen/kmu-definition-der-eu-kommission; Peskes, Steinmetz (2021): Strategische Instrumente wertorientierter Unternehmenssteuerung für KMU in der Zukunft – Implikationen der Covid-19-Pandemie, URL: https://www.econstor.eu/handle/10419/238746

[10] Vgl. IfM-Bonn (Hrsg.) (o.J.): Mittelstand im Einzelnen, URL: https://www.ifm-bonn.org/statistiken/mittelstand-im-einzelnen

[11] Vgl. u.a. IfM-Bonn (Hrsg.) (o.J.): Mittelstand im Einzelnen, URL: https://www.ifm-bonn.org/statistiken/mittelstand-im-einzelnen; Peskes, Steinmetz (2021): Strategische Instrumente wertorientierter Unternehmenssteuerung für KMU in der Zukunft – Implikationen der Covid-19-Pandemie, URL: https://www.econstor.eu/handle/ 10419/238746

[12] Vgl. May-Strobl; Welter (2016), S. 3

[13] Vgl. Becker, Schulte-Krumpen, Graneß (2011), S. 23 ff.

Banken, strengere Bonitätsprüfungen und erweiterte interne Prüfungssysteme soll die Bankenstabilisierung durch diese vorgegebenen Vorschriften gefördert werden.[14]

Besonders Kleinstunternehmen und innovative Unternehmen wie auch Start-Ups treffen hierbei auf besondere Herausforderungen bei der Kapitalbeschaffung in Form der Außenfinanzierung, was eine empirische Analyse des Instituts für Mittelstandsforschung belegt.[15] Dies ist auf die genannten Ursachen, wie Unternehmensgröße und daraus resultierende die fehlende Diversifizierung, unreife Organisationsprofessionalität und die Planungsunsicherheit, woraus hohe Zinskosten resultieren, zurückzuführen. Grundsätzlich sorgt eine hohe Verschuldung für hohe direkte Kosten in Form von Zins und Tilgung. Eigenkapital hingegen unterstützt bei temporären Liquiditätsengpässen, stärkt die Bonität und verringert das Insolvenzrisiko.[16] Somit muss die Vorteilhaftigkeit der Finanzierung mit Eigen- oder Fremdkapital sachgerecht abgewogen werden.

2.2 Definition, Arten und Abgrenzung von Private Equity

Private Equity

Private Equity i.w.S. steht für vorbörsliches, privates Beteiligungskapital, welches in einem Topf gesammelt wird, um damit Unternehmensbeteiligungen zu erwerben. Die Kapitalgeber sind hierbei oftmals institutionelle Investoren, wie u.a. Pensionskassen, Versicherungen, Banken und Staatsfonds.[17] Insofern ist Private Equity i.w.S. ein Oberbegriff für Unternehmensfinanzierungen für private und somit nicht gelistete Unternehmen. Gegenstück dazu ist der öffentliche Markt, wie unter anderem die Börse. Hier unterscheidet man zwischen den Unterkategorien der Private-Equity-Formen Venture Capital und Private Equity, welches nachfolgend näher erläutert wird.[18]

Basierend auf der Konsolidierung verschiedener Definitionsansätze wird Private Equity i.w.S. von Becker, Schulte-Krumpen, Graneß beschrieben als

- „Bereitstellung von Eigenkapital […] für die Finanzierung von nicht emissionsfähigen bzw. börsennotierten Unternehmen für einen begrenzten Zeitraum […]
- Möglichkeit der Einflussnahme durch Informations-, Kontroll- und Mitentscheidungsrechte sowie einer aktiven unternehmerischen Betreuung und Unterstützung […]

[14] Vgl. u.a. Bundesfinanzministerium (Hrsg.) (o.J.): Basel II & III, URL: https://www.bundesfinanzministerium.de/ Content/DE/ Glossareintraege/B/001_Basel_II.html?view=renderHelp; Koch, Stefan; Schneider, Roland; Schneider, Sebastian; Schröck Gerhard (2017): Bringing Basel IV into focus, URL: https://www.mckinsey.com/capabilities/risk-and-resilience/our-insights/ bringing-basel-iv-into-focus

[15] Vgl. Ifm-Bonn (Hrsg.), Butkowski, Hoffmann, Nielen, Schröder (2019), S. 34 ff.

[16] Vgl. Ifo-Institut (Hrsg.), Peichl, Sauer, Lautenbacher, Rumscheidt (2021), S. 1

[17] Vgl. Hofmann (2018), „Die guten Heuschrecken", in: Süddeutsche Zeitung, URL: https://www.sueddeutsche.de/ wirtschaft/ finanzinvestoren-die-guten-heuschrecken-1.4237136

[18] Vgl. Thum, Timmreck, Keul (2008), S. 11

- Mit dem Ziel der Steigerung des Unternehmenswertes […][19]

Private Equity[20] i.e.S. ist dadurch gekennzeichnet, dass das Ziel die unternehmerische Einflussnahme auf das Beteiligungsunternehmen ist. Um dies zu erreichen, liegt die Beteiligungshöhe oftmals über 40% und einzelne Investments liegen – je nach Fondsgröße – über 100 Millionen €. Diese Übernahmeinvestition setzt sich aus Eigen- und Fremdkapital zusammen, welches im Fachjargon Leveraged Buy-Out (LBO) genannt wird. Der zeitliche Rahmen von Private Equity Investitionen ist begrenzt, da die Dauer des Private Equity Fonds in der Regel auf 4 bis 7 Jahre begrenzt ist. In diesem Zeitraum muss die Investition wieder liquidiert werden, um die Kapitalgeber zu bedienen. Das Ziel der Investition ist es hierbei durch verbriefte Stimmrechte eine aktive Kontrolle auszuüben, um die operative Profitabilität zu erhöhen und bei Liquidation des Investments eine entsprechende Rendite zu erzielen.[21] Dazu werden verschiedene Hebel genutzt, welche im dritten Kapitel näher erläutert werden.

Venture Capital

Venture Capital trägt die Unterscheidung zu Private Equity im Namen. Denn als Teilbereich von Private Equity i.w.S., fokussiert sich Venture Capital auf risikoreichere Frühphasenfinanzierungen. Venture Capital Fonds finanzieren somit Phasen der Geschäftsidee, der Gründung-, Markteintritt- sowie Expansionsphase. Im Gegensatz zu Private Equity Fonds, welche hauptsächlich in etablierte Unternehmen investieren, fokussieren sich Venture Capital Fonds auf eher junge und innovative Unternehmen, die ein außerordentliches Wachstumspotenzial aufweisen. Jedoch haben kleine Unternehmen oder frisch gestartete Existenzgründer ein sehr hohes Ausfallrisiko. Somit beschreibt Private Equity eher Investitionen in Later-Stage-Unternehmen und Venture Capital eher in Early-Stage- Unternehmen.[22]

Schefczyk beschreibt weitere Charakteristika der Venture Capital Fonds.[23] Im Gegensatz Private Equity streben diese eine Minderheitsbeteiligung an, um die Autonomie und den Gründergedanken beizubehalten. Die Beteiligungsdauer beträgt 5 bis 10 Jahre, da bei vielen dieser Unternehmen in den ersten Jahren weder ein positiven Cashflow noch ein positives Geschäftsergebnis zu erwarten ist. Mitsprache- und Kontrollrechte sind dennoch gegeben, damit der Venture Capital Fonds seine Expertise miteinbringen kann sowie positiven Einfluss auf das Unternehmen ausüben kann.

[19] Vgl. Becker, Schulte-Krumpen, Graneß (2011), S. 34 ff.
[20] Nachfolgend wird Private Equity grundsätzlich i.e.S. verwendet.
[21] Vgl Thum, Timmreck, Keul (2008), S. 13 ff.
[22] Vgl. Gündel, Katzorke (2007), S. 29
[23] Vgl. Schefczyk (2006), S. 10

Ein Beispiel für diese Engagements ist die Berliner Venture-Capital Firma (VC) Earlybird, das im Juli 2023 zusammen mit anderen Investoren 150 Mio. $ in das deutsche Flugtaxi-Start-up Lilium investierte.[24]

Zusammenfassend werden beide Finanzierungsformen nachfolgend gegenübergestellt:

	Private Equity i.e.S.	**Venture Capital**
Zielunternehmen	Etablierte Unternehmen mit stabilen Cashflows, ausgereiften Produkten und Wachstumspotenzial	Junge, innovative und schnell wachsende Unternehmen (Start-Ups)
Managementunterstützung durch Kapitalgeber	Hoch, jedoch abhängig von der Größe des Unternehmens	Sehr hoch
Beteiligungsdauer	3 bis 7 Jahre	5 bis 10 Jahre
Beteiligungsart	Mehrheitsbeteiligung	Minderheitsbeteiligung
Risiko	Überschaubar	Hoch
Unternehmensphase	Reifephase	Frühphase
Motive der Finanzierung	Expansion, Buy-outs, Spin-off…	First Stage, Series A, Series B, Seed…
Ziel	Finanzierung mit Kontrollübernahme, jedoch abhängig von Größe des Unternehmens, um operative Verbesserungen durchzusetzen	Finanzierung ohne Kontrollübernahme, um Autonomie zu gewährleisten

Abbildung 1: Abgrenzung von Private Equity i.e.S. und Venture Capital[25]

Family Offices

Neben den klassischen Private Equity Fonds gibt es noch die sog. Family Offices. Diese unterscheiden sich aufgrund ihrer Struktur und ihrem Investorenuniversum von klassischen Private Equity Fonds. Family Offices verwalten das Vermögen einer oder mehrerer Unternehmerfamilien und haben eine Haltedauer von durchschnittlich 19 Jahren. Die langfristige Haltedauer – auch oftmals über Generationen hinweg – sorgt dafür, dass Family Offices eine andere Herangehensweise an die Steuerung und Investition ihrer Beteiligungsunternehmen haben. Oftmals spielen hier neben Renditezielen auch qualitative Ziele, wie die Reputation der Unternehmerfamilie und der Erhalt von Arbeitsplätzen eine Rolle.[26]

Ein weiteres Unterscheidungsmerkmal zu Private Equity stellt der Wille zur aktiven Mitgestaltung dar. Unternehmerfamilien wollen ihre Stärken mit den finanziellen Zielset-

[24] Vgl u.a. o.V. (2023): Lilium sammelt 150 Millionen ein – Alpine White bekommt 3,75 Millionen – Floy erhält 3,4 Millionen, URL: https://www.deutsche-startups.de/2023/07/14/dealmonitor-lilium

[25] Vgl Thum, Timmreck, Keul (2008), S. 16

[26] Vgl. Hofmann (2018), Die guten Heuschrecken, in: Süddeutsche Zeitung, URL: https://www.sueddeutsche.de/ wirtschaft/finanzinvestoren-die-guten-heuschrecken-1.4237136

zungen von Private Equity verbinden, weshalb man auch von „Impact Investing“ spricht. Somit investieren diese zum Beispiel auch in Blockchain oder die ökologische Holzwirtschaft, um einen positiven Einfluss auf zukünftige Trends zu nehmen.[27]

Hedgefonds

Schließlich sind noch Hedgefonds zu nennen, die als Investmentvehikel verschiedene Strategien nutzen, um in eine große Bandbreite von Vermögenswerten zu investieren. Professionelle Investmentmanager haben verschiedene Strategien, um die Volatilität und das Risiko zu verringern, während gleichzeitig positive Renditen - unabhängig von der Bewegung des Marktes - erwirtschaften werden sollen. Wie der Name vermuten lässt, sichern diese Fonds ihre Investments ab und können aufgrund ihrer hohen Flexibilität auch sehr aggressive Investitionsstrategien, wie Short-Selling oder den Handel mit Finanzderivaten umfassen. Dadurch besteht für Hedgefonds die Möglichkeit, in steigenden sowie fallenden Märkten positive Renditen zu realisieren. Diese hochspekulative Anlagemöglichkeit steht jedoch nur begrenzten Anlegern offen, die eine Reihe von Kriterien erfüllen müssen.[28]

Hedgefonds stellen somit eine deutlich riskantere Anlage dar als klassische Private Equity Investitionen. Die initial erwähnte Heuschrecken-Analogie bezieht sich somit nicht nur auf Private Equity, sondern auch auf Hedgefonds – wobei vermutet wird, dass Müntefering damals schon direkt Hedgefonds adressierte und nicht, wie angenommen, die Private Equity Gesellschaften.[29]

2.3 Struktur von Private Equity Fonds

Die steigende Beliebtheit und das rasante Wachstum die Private Equity Branche u.a. der Limited Partnership zu verdanken. Private Equity Fonds sind so strukturiert, dass diese Limited Partner (LP) und General Partner (GP) haben. Dabei übernehmen die LP die Rolle der Investoren des Fonds, während GP das Investmentteam bilden. Dies dient zur Absicherung gleicher Interessen, da die GP neben der eigenen operativen Tätigkeit auch eigenes Kapital investieren. Der Gewinn, in dem Fall der Carried Interest der GP, hängt von der Performance der Beteiligungsgesellschaft ab. Dieser muss eine gewisse Hurdle Rate, also eine Gewinnschwelle, übertreffen, um als Gewinnanteil für den GP ausbezahlt zu werden. Gleiche Interessen werden ebenfalls geschaffen, indem der GP selbst sein eigenes Kapital in den Fonds investiert, welches oftmals zwischen 1

[27] Vgl. PwC (Hrsg.) (2018): European Private Business Survey 2018, URL: https://www.pwc.de/de/mittelstand.html
[28] Vgl. Baker, Filbeck (2017), S. 1
[29] Vgl. (o.V.) (2005): „Wen die SPD wohl meinte, aber nicht nannte“, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, URL: https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/hedge-fonds-wen-die-spd-wohl-meinte-aber-nicht-nannte-1228870.html

und 5 % des Gesamtfondsvolumens ausmacht. So verfolgt dieser ebenfalls das Ziel, eine entsprechende Rendite mit dem investierten Kapital zu erzielen. Dies steigert die Attraktivität von Private Equity Fonds, da so sichergestellt wird, dass die GP eine höhere Verzinsung anstreben als Investitionsalternativen, wie bspw. bei öffentliche Aktienfonds oder ETF. Zusätzlich fließt dem Investmentteam neben dem Carried Interest auch eine Managementgebühr von 2 bis 3 % des Fondsvolumens jährlich zu, um operative Kosten, wie Gehälter, Büromaterial, Miete etc. zu decken.[30]

Nachfolgende Grafik verdeutlicht den Zusammenhang zwischen Investoren des Private Equity Fonds, der Kapitalbeteiligungsgesellschaft und den Portfoliounternehmen.

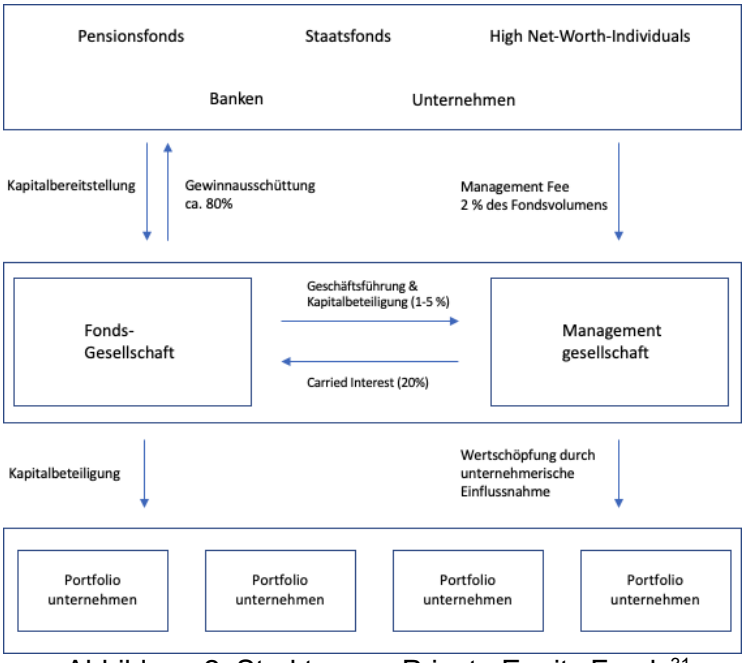

Abbildung 2: Struktur von Private Equity Fonds[31]

2.4 Rendite von Private Equity Fonds

Private Equity Investments sind in den vergangenen Jahren, wie zuvor erwähnt, rasant gewachsen, wobei zu klären ist, was Private Equity Investitionen so attraktiv macht, abgesehen von der Tatsache, dass diese für Investoren als Diversifikationsmöglichkeit neben bestehenden Investments dienen. Wie die folgende Grafik zeigt, haben Buy Out-Funds, also Private Equity Fonds die sich auf die mehrheitliche Übernahme von Unternehmen spezialisieren, in den Jahren 2000 – 2019 eine beträchtliche Rendite erwirtschaftet. Diese jährlichen Renditen lagen im Median über 15 % und im oberen Quartil sogar bei ca. 20 %. Sogar das untere Quartil hat es geschafft, eine Rendite nahe 10 % zu erzielen.

[30] Vgl. Thum, Timmreck, Keul (2008), S. 3
[31] In Anlehnung an Becker, Schulte-Krumpen, Graneß (2011), S. 51

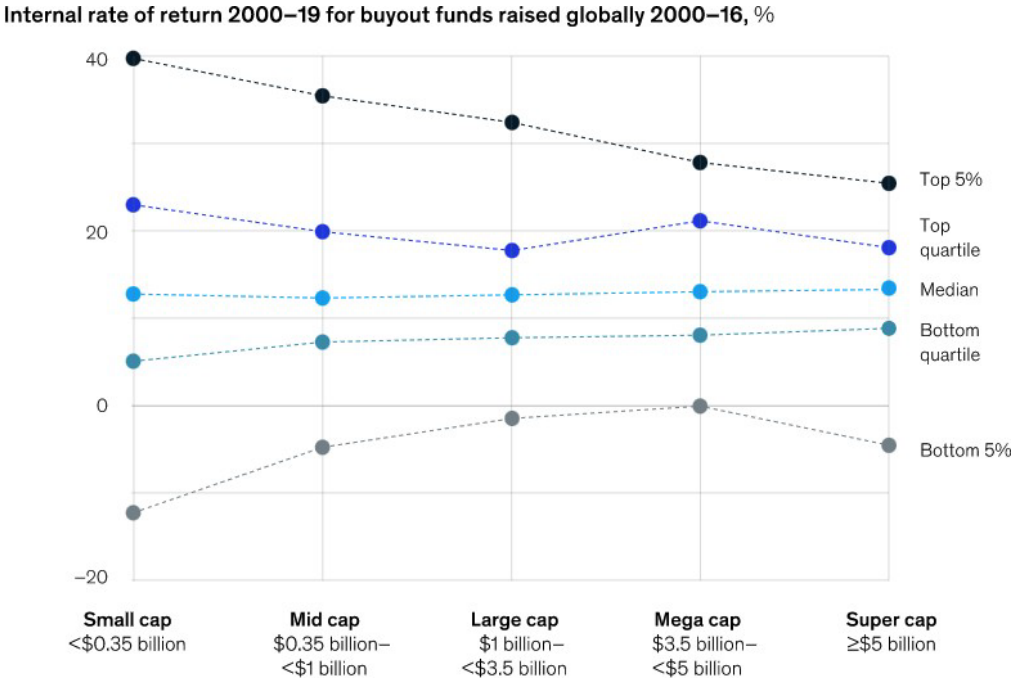

Abbildung 3: IRR[32] von Private Equity Buyout Fonds von 2000-2019[33]

Im Vergleich ist der deutschen Aktienmarkt (DAX) in einem ähnlichen Zeitraum mit einer Rendite von 5 % bis maximal 11 % im jährlichen Durchschnitt gekennzeichnet.[34] Private Equity ist jedoch anders als andere Anlageklassen mit einem deutlich höheren Risiko behaftet. Durch das erhöhte Ausfallrisiko, die geringere Transparenz und die Illiquidität von solchen Investments im Vergleich zum Aktienmarkt wird auch ein höheres Renditeprofil erwartet, vorausgesetzt man nimmt eine positive Korrelation zwischen Rendite und Risiko an.[35] Somit stellt sich die Frage nach den Werttreiber, die solche Renditen ermöglichen und inwieweit die Unternehmen von Private Equity Finanzierungen profitieren.

[32] Der Internal Rate of Return (IRR) beschreibt den Abzinsungssatz der Cashflows, sodass der Kapitalwert Null ergibt.
[33] McKinsey (Hrsg.) (2022): Private Markets Annual Review, URL: https://www.mckinsey.de/industries/private-equity-and-principal-investors/our-insights/mckinseys-private-markets-annual-review
[34] Vgl. Börse.de (Hrsg.) (o.J.): Dax Renditedreieck, URL: https://www.boerse.de/ renditedreieck/Dax/DE0008469008
[35] Vgl. Gündel, Katzorke (2007), S. 236

3. Wertschöpfungstreiber für Unternehmen und Investoren

3.1 Leveraged Buy-Out

Private Equity Investitionen sind durch den Kauf eines Unternehmens oft der Leveraged Buy-Out gekennzeichnet. Dies bedeutet, dass die Übernahme - oder zumindest ein hoher Minderheitsanteil - zu einem maßgeblichen Teil durch Fremdkapital als Mittel zur Renditemaximierung durch den Leverage-Effekt finanziert wird. Dies weckt häufig Assoziation zur Heuschreckendebatte, bei der das jeweilige Unternehmen unter hohen Zins- und Tilgungslasten des Fremdkapitals zusammenbricht und der Finanzinvestor mit satten Gewinnen davonzieht. Vor dem Hintergrund bestehender Kapitalschutzvorschriften ist diese Vorstellung jedoch abwegig. Auch wäre ein ‚Zusammenbruch' des Unternehmens keine optimale Ausgangslage, um das Unternehmen mit Gewinn weiterzuverkaufen.

Private Equity Gesellschaften nutzen Cashflows des Unternehmens zur Fremdkapitaltilgung, damit die Zinsbelastung geringer ausfällt und der Unternehmenswert dadurch steigt, was untenstehenden Grafik zeigt. Somit ist ein zusätzliches Ziel des Finanzinvestors, die Liquidität des Unternehmens zu gewährleisten.

	Ohne Leverage	Mit Leverage
Kauf für 100		
Unternehmenswert	100	100
Verschuldung		-50
Wert des Eigenkapitals	100	50
Verkauf für 150		
Unternehmenswert	150	150
Verschuldung		-50
Wert des Eigenkapitals	150	100
% Wertsteigerung	50%	100%
Verakuf für 75		
Unternehmenswert	75	75
Verschuldung		-50
Wert des Eigenkapitals	75	25
% Wertsteigerung	-25%	-50%

Abbildung 4: Der Leverage Effekt[37]

Ebenfalls ist zu erkennen, dass der Leverage-Effekt sowohl positiven als auch negative Effekte auf die Rentabilität haben kann, abhängig davon, ob das Unternehmen mit Gewinn verkauft wird oder nicht.[36] Der Leveraged Buy-Out dient somit der Maximierung der Eigenkapitalrentabilität. Dies wird jedoch nur erreicht, wenn die Gesamtkapitalrentabilität, bestehend aus Fremdkapitalrentabilität und Eigenkapitalrentabilität höher ist als der Fremdkapitalzins.[38]

[36] Vgl. Thum, Timmreck, Keul (2008), S. 87 ff.
[37] In Anlehnung an Thum, Timmreck, Keul (2008), S. 87 ff.
[38] Vgl. Gündel, Katzorke (2007), S. 23

3.2 Management Incentivierung

Ein Leveraged Buy-Out impliziert, dass eine Mehrheit am Unternehmen erworben wird; jedoch wird selten eine einhundertprozentige Übernahme angestrebt. Dies liegt daran, dass Strukturen - wie sie auch in den Private Equity Fonds vorhanden sind - geschaffen werden müssen, die die Interessen aller Beteiligten zufriedenstellen. Dies geschieht durch die Incentivierung der wichtigsten Akteure in einem solchen Deal: Den Mitarbeitern. Mitarbeiter- und Management-Incentivierung gehören zum Standard bei Private Equity Investitionen. Diese sorgen dafür, dass die Belegschaft motiviert bleibt und auch in Krisensituationen zum Unternehmen steht. Dadurch wird eine persönliche sowie professionelle Bindung zwischen Mitarbeitern und der Gesellschaft sichergestellt. Es gibt verschiedene Formen der Mitarbeiter-Incentivierung: Diese können zusätzliche Gehaltszahlungen bei Erreichen bestimmter operativer Kennzahlen oder auch Umsatzziele der Gesellschaf sein. Ebenfalls können Anreize durch Aktienoptionen geschaffen werden, bei denen Mitarbeiter anteilig Unternehmenseigner werden und somit am Eigenkapital des Unternehmens beteiligt sind.

Diese Incentivierungen durch Kapitalbeteiligungen stehen insb. dem Management und Schlüsselmitarbeitern zur Verfügung. Dadurch soll verhindert werden, dass diese zu einem Wettbewerber wechseln, aber gleichzeitig soll ihre Leistungsbereitschaft erhöht werden. Mitarbeiter, die keine Schlüsselfunktion im Unternehmen tragen, werden weniger in Form von einer Kapitalbeteiligung berücksichtigt, sondern eher durch Bonuszahlungen gefördert.[39]

3.3 Operational Engineering

Management Incentivierung ist ein Fundament für Partnerschaft.[40] Während die Wertsteigerung in früheren Jahren noch durch Financial Engineering und Multiple Arbitrage erzielt wurde, wird Operational Engineering zunehmend wichtiger zur Renditemaximierung. Dabei fand BCG heraus, dass die Wertgenerierung durch Operational Engineering in den 1980er Jahren 18% betrug, während diese 2012 bereits 48% der gesamten Wertsteigerung ausmachte. Die Rückzahlung von Verbindlichkeiten im Rahmen des Leveraged Buy-Outs, wie zuvor beschrieben, trägt seit den 2012er Jahren nur noch 13 % zur Wertschöpfung bei. Die Multiplearbitrage hingegen nimmt an Wertschöpfungsanteil zu, wie anhand nachfolgender Abbildung und später deutlich wird.

[39] Vgl. Thum, Timmreck, Keul (2008), S. 119
[40] Vgl. ebenda, S. 104

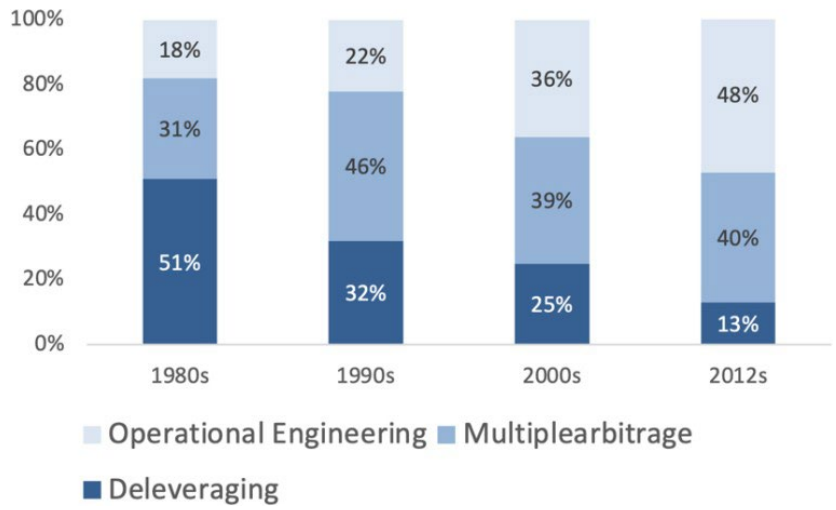

Abbildung 5: Einfluss der Wertsteigerungshebel in PE Investitionen[41]

Es existieren zahlreiche Möglichkeiten, operative Wertschöpfung im Unternehmen zu erzielen. Darunter fallen Strategien, die die „Top-Line“ sowie „Bottom-Line“ eines Unternehmens beeinflussen. Top-Line bezieht sich hierbei mit den Umsatzerlösen auf die erste Position des GuV-Schemas gem. § 275 HGB, während Bottom-Line EBITDA[42] oder das Jahresergebnis mit Blick auf Kostensenkungspotenziale fokussiert. Strategien, die das Umsatzwachstum betreffen, können zum Beispiel M&A-Aktivität[43], geografische Expansion, vorangetriebene Produktinnovationen, strategisches Account-Management, höheres Cross-Selling, effizienteres Pricing, neuausgerichtete Marketingstrategien oder Service-Optimierung sein. Kostenreduktionsmaßnahmen führen idealerweise zur Senkung der von Overheadkosten, zu einer effizienteren Produktion, zu Outsourcing oder auch zu optimierten Einkaufsstrategien. BCG kam durch Interviews mit Private Equity Firmen zum Ergebnis, dass M&A und geografische Expansion die beliebtesten Top-Line-Strategien sind und Outsourcing, Overheadkostenreduktion sowie optimierte Einkaufsstrategien die beliebtesten Kostenreduktionsstrategien darstellen.[44]

Operative Eingriffe können jedoch auch die Finanz- und Vermögensstruktur des Unternehmens betreffen. Einen Teil der operativen Wertsteigerung tangiert Financial Engineering, bspw. durch eine effizientere Gestaltung des Working Capitals. Denn die Positionen Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen (L/L), Vorräte und Forderungen aus L/L unterliegen oftmals enormen Schwankungen, die zu einer hohen Volatilität liquider Mittel führen. Diesen Schwankungen kann durch aktives und effizienteres Cash-

[41] Vgl. Brigl, Jansen, Schwetzler, Hammer, Hinrichs, Schmundt (2012), „How Private Equity Firms Fuel Next-Level Value Creation“, URL: https://www.bcg.com/de-de/publications/2016/private-equity-power-of-buy-build
[42] Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization
[43] Mergers & Acquisition
[44] Vgl. Brigl, Nowotnik, Pelisari, Rose, Zwillenberg (2012), S. 19

Management, wie auch sachgerechtes Debitoren- und Kreditorenmanagement entgegengewirkt werden, um das Working Capital zu verringern, und damit Innenfinanzierungskraft zu stärken.[45]

Darüber hinaus greifen Private Equity Gesellschaften auf ihre spezialisierten Mitarbeiter zurück, die oftmals durch eine Vergangenheit im Investmentbanking gekennzeichnet sind. Die Erfahrung, das Verhandlungsgeschick und ihre Beziehungen zu Banken sorgen dafür, dass diese für ihre Portfoliounternehmen Fremdkapital zu günstigen Konditionen aufnehmen können. Nach der Übernahme unterstützen Kapitalbeteiligungsunternehmen ihre Mandanten bei der Neuaufnahme von Krediten, Ausgabe von Unternehmensanleihen, Refinanzierung von Fremdkapital, aber auch beim IPO bzw. der Kapitalerhöhung an der Börse sowie dem Verkauf der Aktien zu guten Konditionen.[46]

3.4 Netzwerk und Know-How Transfer

Wie zuvor festgestellt, stehen Private Equity Investoren zahlreiche Hebel zur Verfügung zur Steigerung von Produktivität und Profitabilität zur Verfügung. Zur Sicherung der Einflussnahme wird bspw. bei einer GmbH oder KG ein Beirat errichtet, der vergleichbare Kontroll- und Mitwirkungsrechte innehat wie der AG-Aufsichtsrat. Dabei werden eigene Mitarbeiter der Private Equity Gesellschaft oder externe Experten in den Beirat berufen, um das Top-Management zu beraten oder anderweitig zu unterstützen,[47] wobei die Betreuung abhängig von den Kapitalgebern, dem Entwicklungsstand des Unternehmens sowie den künftigen strategischen Zielen. Stark variieren kann. Neben Know-How-Transfers kann das Kapitalbeteiligungsunternehmen dem Unternehmen sein umfangreiches Netzwerk zur Verfügung stellen.[48]

Private Equity Gesellschaften können bspw. bei einer Internationalisierungsstrategie durch Zukauf von Unternehmen im Ausland ihr Know-How aus langjähriger Transaktionserfahrung nutzen. Gleichzeitig haben sie durch ihr Netzwerk leichteren Zugang zu Bankern und somit zu geeigneten Investitionsobjekten. Ebenfalls kann im Rahmen der Transaktion auf Strategieberater und Industrieexperten zurückgegriffen werden. Daraus resultiert die Erkenntnis, dass einer der größten mittelbaren und informellen Hebel das Netzwerk sowie das Know-How des Finanzinvestors ist, welcher in allen Bereichen eine latente Wertschöpfung beisteuert.[49]

[45] Vgl. Thum, Timmreck, Kedddul (2008), S. 101
[46] Vgl. Barth (2021), S. 38
[47] Vgl. Thum, Timmreck, Keul (2008), S. 118 ff.
[48] Vgl. Gündel, Katzorke (2007). S. 36
[49] Vgl. Pindur (2006), S. 88

3.5 Multiplearbitrage und Buy & Build Strategy

Im Rahmen der Unternehmensbewertung lassen sich verschiedene Bewertungsmethoden unterscheiden, eine davon ist die Multiplikatorenbewertung. Dazu werden historische oder geplante Finanzkennzahlen herangezogen, um sodann darauf einen Multiplikator anzuwenden, der von vielen Faktoren wie u.a. der Größe, der Profitabilität bzw. der Industrie abhängig ist. In der Praxis werden häufig Multiplikatoren auf die KPIs Umsatz, EBITDA[50] oder EBIT angewendet.[51] Multiplearbitrage meint in diesem Kontext, ein Unternehmen zu einem geringeren Multiplikator zu kaufen als später zu verkaufen. Dies wird durch zuvor erläuterte Maßnahmenbündel seitens der Kapitalbeteiligungsgesellschaften erreicht, mit dem Ziel der Renditemaximierung, insb. durch Nutzung von Skalen- und Verbundeffekten.

Eine weitere prominente Möglichkeit der Multiplearbitrage ist die sogenannte ‚Buy & Build' Strategie, die unabhängig von positiven Trends wie BIP- Wachstum oder fallenden Zinsen anwendbar ist[52] Bei dieser Strategie wird das Ziel verfolgt, kleinere Unternehmen zu kaufen, die einen geringeren Multiplikator haben als das Mutterunternehmen. Dies geschieht unter der Prämisse der Identität oder zumindest Ähnlichkeit in Bezug auf ´Kunden, Produkte und Dienstleistungen. Buy-and- Build verfolgt zudem die Logik, dass die Gruppe als Ganzes mehr wert ist die Summe der einzelnen Unternehmen. Dies geschieht durch Nutzung von Synergien zur Kostensenkung bzw. Umsatzmaximierung. Der Mehrwert entsteht mithin aus operativer Effizienz und Entwicklung einer Plattform, die aufgrund der Größe des Wertes mit einem höheren Multiplikator bewertet wird als seine Einzelteile.[53]

3.6 ESG

ESG, also Environmental, Social and Governance,[54] ist mittlerweile etabliert in der Private Equity Landschaft. Über 81 % der von der Wirtschaftsprüfung PwC befragten Limited- und General Partners gaben an, dass eine nachhaltige Investment-Policy haben und gleichzeitig ein ESG-Reporting aufgebaut wurde. Treiber einer solchen Entwicklung ist das Risikomanagement von Investments, da behördliche Auflagen eine immer größere Rolle spielen. Aber auch Corporate Governance sowie der Druck der Limited Partner, also Investoren, spielt hier eine große Rolle. ESG-Faktoren können in diesem

[50] Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
[51] Vgl. Gündel, Katzorke (2007), S. 181 ff.
[52] Vgl. Bayaz (2014), S. 78 ff.
[53] Vgl. MacArthur, Rainey, Dessard (2019), S. 37 ff.
[54] Zum Begriff ESG vgl. u.a. ESGVolution (o.J.), ESG Ökologische, soziale und unternehmensstrategische Informationen als zusätzliche Indikatoren für wirtschaftlichen Erfolg, URL: https://www.esgvolution.com/de/esg/; Haber, Stephen et. al: What Share holders Do Fund Managers Represent?, URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4267270

Zusammenhang auf verschiedene Arten integriert werden: Screening von Unternehmen, Investitionsentscheidungen, Board Diskussionen, Reportings, aber auch operativ im Portfoliounternehmen. Besonders bei der Due- Dilligence ist das Thema ESG bedeutsam, da gerade bei diesem Thema verstärkt auf Risiken durch Korruption oder Bestechung geachtet wird.[55]

In einer durchgeführten Umfrage der Unternehmensberatung Bain & Company gaben 93 % der Limited Partner an, dass diese auf eine Investitionsmöglichkeit verzichten, wenn diese ein ESG-Risiko birgt. 50 % der Befragten gaben an, dass die Einführung von ESG-Richtlinien eine bessere Performance mit sich bringen würde.[56] Dies wird gestützt durch die Analyse der Performance von 745 Nachhaltigkeits-Fonds, durchgeführt von Morningstar Research, die zu dem Ergebnis kamen, dass diese in einem Zeitraum von bis zu 10 Jahren deutlich besser performten als Nicht-ESG-Fonds.[57] Auch die Vermögensverwaltung Blackrock erklärte, dass ihre ESG-Fonds die zugehörige Benchmark im Jahre 2020 schlug.[58] Somit sind ESG-Kriterien in der Private Equity Branche nicht nur ein Werttreiber, sondern gleichzeitig eine Möglichkeit, die Zukunft von morgen mitgestalten zu können.

[55] Vgl. Jackson-Moore, Case, Bobin, Janssen (2019), S. 9 ff.

4. Einfluss von Private Equity auf Unternehmen

4.1 Der Fall Grohe AG

Hintergrund zum Unternehmen Grohe

Der Fall Grohe stellt eine der prominentesten Private Equity Übernahmen dar: gerade diese wurde und wird mit der Heuschreckendebatte assoziiert.

Grohe ist ein deutscher Armaturenhersteller mit Sitz im Sauerland, dessen Geschichte bis 1936 reicht. Im Private Equity Kontext beginnt die Geschichte jedoch im Jahre 1998 – dem Jahr, indem der britische Finanzinvestor BC Partners das Unternehmen für 900 Millionen Euro kaufte und von der Börse nahm. Der Fall Grohe wurde jedoch erst bekannt durch die abwertenden Aussagen von Müntefering im Jahr 2005, als BC Partners den Sanitärhersteller, dessen Zentrale im Nachbarwahlkreis von Müntefering lag, an die Finanzinvestoren Texas Pacific Group (TPG) und dem Beteiligungsarm der Schweizer Bank Credit Suisse verkaufte. Beide Finanzinvestoren führten einen Leveraged Buy-Out durch, kauften das Unternehmen für 1,5 Milliarden Euro und luden dem Unternehmen hohe Schulden in Höhe von 1,1 Milliarden Euro auf, die eine jährliche Zinslast von 80 Millionen Euro verursachten.

Das Unternehmen musste folglich Restrukturierungsmaßnahmen ergreifen und mandatiere das Beratungshaus McKinsey, welche einen maßgeblichen Stellenabbau vorschlug, der dann auch umgesetzt wurde. Im Jahre 2015 wurde Grohe sodann von den Finanzinvestoren an einen japanischen Konzern namens Lixil für drei Milliarden Euro verkauft. Diese Transaktion stellte damals gleichzeitig den größten japanischen Zukauf in Deutschland aller Zeit dar. Als Resultat der Akquisition entstand der weltweit größte Armaturenhersteller mit einem Gesamtumsatz von 4 Milliarden Euro. Kurzzeitig nach der Akquisition meldete das Tochterunternehmen von Grohe, die Jiyou AG Insolvenz an, was laut Wirtschaftswoche die Investoren überraschte.[59]

Die Entwicklung der Grohe AG

Der Fall Grohe sorgte zweifellos für Aufregung und trat die Heuschrecken-Assoziation von Finanzinvestoren los. Der Mehrwert für die Finanzinvestoren durch die Transaktionen mit Grohe war insoweit gegeben, dass die Verkäufer des Unternehmens einen deutlich über den Investitionen liegenden Verkaufswert erzielen konnten.

---

[56] Vgl. Bain (Hrsg.) (o.J.): ESG in Private Equity, URL: https://www.bain.com/industry-expertise/private-equity/esg-in-private-equity

[57] Vgl. Bioy (2021), 2020: Ein Jahr der Rekorde für europäische Nachhaltigkeitsfonds, URL:https://www.morningstar.de/de/news/209654/2020-ein-jahr-der-rekorde-f%C3%BCr-europ%C3%A4ische- nachhaltigkeitsfonds.aspx

[58] Vgl. Blackrock (Hrsg.) (2022): Larry Fink's letter to CEOs: The Power of Capitalism, URL: https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter

[59] Vgl. Fritz (2016): Viel Geld der Investoren versenkt, URL: https://www.wiwo.de/finanzen/boerse/grohe-viel-geld-der- investoren-versenkt/13045506.html; Köhn (2005): Der Fall Grohe liefert für Zündstoff, URL:https://www.faz.net/ aktuell/ wirtschaft/sanitaer-der-fall- grohe-liefert-zuendstoff-1115783-p2.html

Für eine Betrachtung des holistischen Mehrwerts für das Unternehmen sollen die Parameter Umsatz, EBITDA und Mitarbeiterzahl herangezogen werden. Umsatz spiegelt hierbei das Wachstum des Unternehmens wider; EBITDA zeigt die Profitabilität des Unternehmens und die Mitarbeiterzahl stellt eine qualitative Größe dar. Für diese Analyse sollen alle öffentlich verfügbaren Konzernjahresabschlüsse der Grohe AG herangezogen werden, die bis ins Jahr 2005 zurückreichen. Dies erlaubt zwar keine Aussage über die Entwicklung von Grohe vor dem Stellenabbau; eine grundlegende Aussage über die Entwicklung in den Jahren in den Händen der Finanzinvestoren ist jedoch möglich, wie nachfolgende Abbildung zeigt:

	Konzernabschluss Grohe nach Akquisition von TPG und Credit Suisse										
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	CAGR
Umsatz	865	939	940	964	783	932	972	1021	1046	1116	*2,9%*
EBITDA	-52	18	57	21	96	109	107	116	114	142	*29,5%*
Mitarbeiterz	5834	5338	5071	4973	4552	5037	5245	5312	5563	5732	*-0,2%*

Abbildung 6: Entwicklung der Grohe AG[60, 61]

Bei dieser Auswertung ist ausdrücklich zu erwähnen, dass nicht alle Jahresabschlüsse öffentlich verfügbar sind, und somit die Aussagekraft eingeschränkt ist. Erkennbar ist jedoch, dass der Umsatz pro Jahr kontinuierlich um durchschnittlich 2,9 % wuchs und damit geringfügig über dem Inflationsniveau lag. Die Mitarbeiterzahl wurde zunächst über die Jahre abgebaut - diese Veränderung lag leicht über dem Inflationsniveau - aber hatte im Jahr des Verkaufs fast wieder das Anfangsniveau erreicht.

Besonders auffällig ist jedoch die enorme Steigerung der Profitabilität des Unternehmens. Diese wurde ab 2006 berechnet, da das Startjahr einen negativen Wert aufweist. Bei einer jährlichen Steigerung der Profitabilität von 29,5% schafften es die Finanzinvestoren, eine EBITDA-Marge von 12,7 % zu erzielen, obwohl zu Anfang noch negativ war. Die höhere Profitabilität des Unternehmens ist nicht nur attraktiver für potenzielle Käufer, sondern impliziert auch Vorteile für das Unternehmen selbst, da jedes Jahr neue liquide Mittel aus der operativen Geschäftstätigkeit zufließen.

[59] Vgl. Fritz (2016): Viel Geld der Investoren versenkt, URL: https://www.wiwo.de/finanzen/boerse/grohe-viel-geld-der- investoren-versenkt/13045506.html; Köhn (2005): Der Fall Grohe liefert für Zündstoff, URL:https://www.faz.net/ aktuell/ wirtschaft/sanitaer-der-fall- grohe-liefert-zuendstoff-1115783-p2.html

[60] Eigene Darstellung

[61] Vgl. Konzernjahresabschlüsse der Grohe AG von 2005 bis 2014

4.2 Holistische Entwicklung mittelständischer Unternehmen

Während bei Private Equity Investitionen Steigerungen der operativen Leistung üblich sind, da in so gut wie allen Fällen eine Erhöhung der Profitabilität zu beobachten ist, sind Parameter, wie Steigerung von Umsatzwachstum und Beschäftigung, weniger selbstverständlich.[62] Auch im Rahmen der Heuschreckenanalogie würde dies eher kontra-intuitiv wirken.

Scheuplein kam mit seiner Studie, die über 100 Private Equity-kontrollierte KMU in Deutschland analysierte, zu dem Ergebnis, dass diese Unternehmen hinsichtlich des Umsatzwachstums minimal besser als das Kontrollsample performten. Demgegenüber konnten Plattformunternehmen, die einer Buy-and-Build-Strategie unterlagen, ein vierfaches Umsatzwachstum verzeichnen.[63]

Auch aus gesamtwirtschaftlichen Perspektive sind Private-Equity-Gesellschaften ebenfalls in mehrfacher Hinsicht bedeutsam. Durch zusätzlich zufließendes Kapital können Unternehmen ihre F&E-Bemühungen nachhaltig erhöhen, um zukunftsfähig zu bleiben und bspw. weitere Patente zu entwickeln, die letztendlich ein Innovations-KPI darstellen. Auch wird die Produktivität der Unternehmen durch optimierte Ressourcenallokation gefördert. Dies führt wiederrum zu mehr Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen auf nationaler und internationaler Ebene. Letztendlich wird damit auch ein Anstieg des Bruttoinlandsprodukts generiert.[64]
In einer weiteren Studie der Wirtschaftsprüfung KPMG und der Finnish Venture Capital Association Pääomasijoittajat wurde festgestellt, dass Unternehmen, die von Buyout-Investoren gehalten werden, einen fünfjährigen Umsatz-CAGR[65] haben, der deutlich höher als bei der Vergleichsgruppe unabhängiger Unternehmen, also ohne Investoren-Beteiligung, liegt. Auch das spiegelbildliche CAGR des Personalwachstums übertrifft die Vergleichsgruppe um ca. das Dreifache.[66] Umsatzwachstum geht oftmals nur mit zusätzlichem Personal einher. Das zusätzliche Personal wird zum Teil im Rahmen von Akquisitionen übernommen, jedoch inkludiert ein großer Teil auch das organische Wachstum des Personals. Angemerkt sei in diesem Zusammenhang, dass Private Equity Gesellschaften zu Erzielung maximaler Renditesteigerungen eine Vorauswahl treffen und gezielt in Unternehmen mit höherer Performance als ihre Vergleichsunternehmen investieren.

[62] Vgl. Kaplan, Strömberg (2009), S. 133
[63] Vgl. Scheuplein (2020), S. 24
[64] Vgl. o.V. (2013): Exploring the impact of private equity on economic growth in Europe, S. 50 ff.
[65] Vgl. ebenda
[66] Vgl. Santavirta, Koivula, Vesterinen (2021), S. 7 ff.

Der Bundesverband deutscher Kapitalgesellschaften (BVK) sowie das Institut für Mittelstandsforschung (Ifm Bonn) haben die Effekte von Buy-and-Build Strategien für einen fokussierten Blick auf das organische Wachstum von Unternehmen exkludiert. Über einen Zeitraum von 3 Jahren wiesen Unternehmen mit einer Beteiligungsfinanzierung ein personelles Wachstum von insgesamt 13 % auf, während die Vergleichsgruppe personell nur um 1 % wuchs. Bei der dreijährigen Umsatzbetrachtung lag das Gesamtwachstum der Unternehmen mit einer Beteiligungsfinanzierung 8 Prozentpunkte über der Vergleichsgruppe.[67] Diese Entwicklung lässt sich vermutlich auch darauf zurückführen, dass viele mittelständische Unternehmen familiengeführt sind und vor der Akquisition von Finanzinvestoren vermutlich keinen Finanzinvestor als Eigentümer hatte. Damit hätten Investoren mehrere Wertsteigerungshebel im Unternehmen, die wiederrum eine Renditesteigerung erleichtert.

Die Heuschreckendebatte legt nahe, dass Unternehmen nicht zwangsläufig von Finanzinvestoren profitieren, und am Beispiel von Grohe auch Unternehmen bzw. Unternehmensteile in die Insolvenz rutschen können. Im Vergleich dazu gibt es jedoch auch Turnaround- bzw. Distressed-Investments-Hypothesen für Private Equity Gesellschaften, in denen diese insolvenzgefährdeten Unternehmen aufkaufen. Solche Investments werden meist von Finanzinvestoren getätigt, da einige Nischen-Fonds sich ausschließlich auf solche Situationen spezialisiert haben. Den Weg aus einer Krise schafft das Unternehmen nämlich bei dieser Konstellation nur, wenn eine klare Strategie und ein Handlungsplan vorliegen, welche mit den Investoren zusammen ausgearbeitet wurden.

Oftmals investiert in solchen Situationen noch ein externes Management-Team, welches den Turnaround mitleitet. Analog zur Debatte kann man darüber diskutieren, ob Private Equity nicht das schlimmere Übel für Unternehmen in einer solchen Situation ist. Thum, Timmreck und Keul beschreiben hingegen eine Private Equity Investition in ein Unternehmen, welches insolvenzgefährdet ist, als vorteilhaft, da Anreizstrukturen vorliegen, dass Unternehmen, Investoren und Management zusammenarbeiten, um dieses aus der Insolvenz zu befreien und wieder profitabel zu machen. Im Gegensatz zu Fremdkapitalgebern profitieren diese nämlich von den langfristigen Erfolgsaussichten, tragen jedoch auch ein höheres unternehmerisches Risiko.[68]

[67] Vgl. BVK (Hrsg.) (o.J.): Analyse der Entwicklung beteiligungsfinanzierter Unternehmen, S. 10 ff.
[68] Vgl. Thum, Timmreck, Keul (2008), S. 118 ff.

5. Schlussbetrachtung

Die Bedeutung von Private Equity Finanzierungen, insb. im Mittelstand ist zweifelsfrei in den vergangenen Jahren gestiegen. Fremdfinanzierte Übernahmen, Management Incentivierung, Operational Engineering, Unterstützung durch Netzwerk und Know-how, Multiplearbitrage sowie das aufstrebende ESG-Thema sind wesentliche Wertschöpfungstreiber für Unternehmen und Investoren, da die Wertschöpfung für beide Parteien sehr eng miteinander verflochten ist.

Im Fall der Grohe AG, das die Heuschreckendebatte im Jahre 2005 durch Müntefering auslöste, konnte zumindest während des Engagements von TPG und Credit Suisse die Profitabilität deutlich verbessert und damit die Tür für Wachstum geöffnet werden. Die Fragestellung, ob Private Equity Investitionen zu höherer Wertschöpfung im Mittelstand für Unternehmen und Investoren führen, ist somit grundsätzlich zu bejahen. Auch Studien bestätigen, dass Beteiligungsgesellschaften nicht per se als Heuschrecken definiert werden sollten, da die Interessen der Investoren und Unternehmen stark miteinander verflochten sind und der Gewinn der Investoren an der Stärke des Unternehmens und seines Marktwerts, der über dem initialen Kaufpreis liegen sollte, gemessen wird.[69]

Verschiedene aktuelle Trends werden dabei voraussichtlich die Bedeutung der Private Equity Industrie, insb. für den Mittelstand, nochmals steigern. Dazu zählt der stetige unternehmensseitige Wunsch nach mehr ESG-konformen Investments, insb. im Mittelstand, wo dieses Thema bislang eine eher untergeordnete Rolle spielte. Auch sehen sich zunehmend viele KMU mit der Nachfolgeproblematik, immer weiter ausufernden regulatorischen Problematiken, bspw. basierend auf Basel I-IV und anderen Gesetzen, wie auch mit Herausforderungen der Inflation, des Fachkräftemangels, steigender Produktionskosten sowie Investitionsdruck im Rahmen der digitalen Transformation konfrontiert. All diese Herausforderungen werden industrieübergreifend nicht zuletzt zu verstärkten Add-On-Akquisitionen führen.

Insofern kann das Bild, dass Private Equity Gesellschaften nur große institutionelle Investoren, wie Pensionsfonds, Staatsfonds, Versicherungen, Banken sowie High-Net-Worth-Individuals, im Fokus haben und dort Mehrwerte schaffen können, als überholt betrachtet werden. Aufgrund der attraktiven Renditen wird der Private Equity Markt in diesem Segment natürlich weiteres Wachstum erfahren. Zusätzlich öffnet sich diese Branche genannter Gründe wegen aber auch für private Investoren, insb. KMU, die ein zunehmend attraktives Investitionsobjekt darstellen.

[69] Vgl. BVK (Hrsg.) (o.J.): Wieso werden Private Equity-Gesellschaften als Heuschrecken bezeichnet?, URL: https://www. bvkap.de/beteiligungskapital/fragen-antworten/wieso-werden-private-equity-gesellschaften-als-heuschrecken

Literaturverzeichnis

Monographien/ Sammelbänder:

Bake, Kent; Filbeck, Greg (2017): Hedge Funds: Structure, Strategies, and Performance, 1. Auflage, Oxford University Press, Oxford

Barth, Carl-Philipp (2021): Geschäftsmodellinnovation in Portfoliounternehmen in der Hand von Private-Equity-Gesellschaften, 1. Auflage, Springer, Wiesbaden

Bayaz, Danyal (2014): „Heuschrecken" zwischen Rendite, Reportage und Regulierung: die Bedeutung von Private Equity in Ökonomie und Öffentlichkeit. 1. Auflage, Springer Verlag, Wiesbaden

Becker, Schulte-Krumpen, Graneß (2011): Private Equity im Mittelstand: eine Finanzierungsform mit Wertschöpfungspotenzial, 1. Auflage, Kohlhammer, Stuttgart

Becker, Wolfgang; Schulte-Krumpen, Kathrin; Graneß, Sebastian (2010): Private Equity Im Mittelstand: Eine Finanzierungsform Mit Wertschöpfungspotential Mittelstand und Mittelstandsforschung, 1. Auflage, Kohlhammer, Stuttgart

Böhm, Oliver (2020): Private Equity und Unternehmensnachfolge, In: Wiesehahn, Andreas: Unternehmensnachfolge,1. Auflage, Springer Verlag, Wiesbaden

Daniel Pindur (2006): Value Creation in Successful LBOs, Dissertation Universität Ulm, Lehrstuhl Strategie und Finanzierung der Universität Ulm, Deutscher Universitätsverlag, Wiesbaden

Gündel, Matthias; Katzorke, Björn (2007): Prviate Equity – Finanzierungsinstrument und Anlagemöglichkeit, 1. Auflage Bank-Verlag Medien, Köln

Kaplan, Steven; Strömberg, Per (2009): Leveraged buyouts and private equity in: Journal of Economic Perspectives, Volume 23

Schefczyk, Michael (2006): Finanzieren mit Venture Capital und Private Equity: Grundlagen für Investoren, Finanzintermediäre, Unternehmer und Wissenschaftler, 2. Auflage, Schäffer-Poeschel, Stuttgart

Thum, Dr. Oliver; Timmreck, Dr. Christian; Keul, Dr. Thomas (2008): Private Equity Leitfaden zur erfolgreichen Unternehmensfinanzierung, 1. Auflage, Vahlen GmbH, München

Internetquellen/ Studies/ Reports:

Bain & Company (Hrsg.) (o.J.): ESG in Private Equity, URL: https://www.bain.com/ industry -expertise/private-equity/esg-in-private-equity

Bioy, Hortense (2021): Ein Jahr der Rekorde für europäische Nachhaltigkeitsfonds, URL: https://www.morningstar.de/de/news/209654/2020-ein-jahr-der-rekorde-f%C3%BCr-europ%C3%A4ische-nachhaltigkeitsfonds.aspx

Börse.de (Hrsg.) (o.J.): Dax Renditedreieck, URL: https://www.boerse.de/renditedreieck/Dax/DE0008469008

Brigl, Jansen, Schwetzler, Hammer, Hinrichs, Schmundt (2012): How Private Equity Firms Fuel Next-Level Value Creation, URL: https://www.bcg.com/de-de/ publications/2016/private-equity-power-of-buy-build

Bundesfinanzminsterium (Hrsg.) (o.J.): Basel II, URL: https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Glossareintraege/B/001_Basel_II.html?view=renderHelp

Butkowski, Hoffmann, Nielen, Schröder (2019): Einflüsse auf die KMU Finanzierung – Ein Vergleich ausgewählter Euroländer, IfM-Materialien No. 275, Bonn, URL: https://www.ifm-bonn.org/fileadmin/data/redaktion/publikationen/ifm_materialien/dokumente/IfM-Materialien-275_2019.pdf

Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e.V. (Hrsg.) (2023): BVK Statistik: Das Jahr in Zahlen 2022, URL: https://www.bvkap.de/research /statistik-deutschland.html

Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e.V. (Hrsg.) (o.J.): Wieso werden Private Equity-Gesellschaften als Heuschrecken bezeichnet?, URL: https://www.bvkap.de/beteiligungskapital/fragen-antworten/ wieso-werden-private-equity-gesellschaften-als-heuschrecken

ESGvolution (o.J.): ESG Ökologische, soziale und unternehmensstrategische Informationen als zusätzliche Indikatoren für wirtschaftlichen Erfolg, URL: https:// www. esgvolution.com/de/esg/

Fink, Larry (2022): Larry Fink's letter to CEOs: The Power of Capitalism, URL: https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter

Fritz, Martin (2016): Viel Geld der Investoren versenkt, in: Wirtschaftswoche, URL: https://www.wiwo.de/finanzen/boerse/grohe-viel-geld-der-investoren- versenkt/13045506.html

Haber, Stephen ; Kepler, John D. ; Larcker, David F. ; Seru, Amit ; Tayan, Brian (2022): ESG Investing : What Shareholders Do Fund Managers Represent?, URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4267270

Hofmann, Nortbert (2018): „Die guten Heuschrecken", in: Süddeutsche Zeitung, URL: https://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/finanzinvestoren-die-guten- heuschrecken-1.4237136

IfM-Bonn (Hrsg.) (o.J.): KMU-Definition der Europäischen Kommission, URL: https://www.ifm-bonn.org/definitionen/kmu-definition-der-eu-kommission,

IfM-Bonn (Hrsg.) (o.J.): Mittelstand im Einzelnen, URL:https://www.ifm- bonn.org/ statistiken/mittelstand-im-einzelnen

Jackson-Moore, Will; Case Phil; Bobin, Emilie; Janssen, Joukje (2019): Private Equity Responsible Investment Survey – Older and wiser: Is responsible investment coming of age? In: PwC Report, London, URL: https://www.pwc.com/gx/en/services/sustainability/assets/pwc-private-equity-responsible-investment-survey-2019.pdf

Koch, Stefan; Schneider, Roland; Schneider, Sebastian; Schröck Gerhard (2017): Bringing Basel IV into focus, URL: https://www.mckinsey.com/capabilities/risk-and-resilience/our-insights/bringing-basel-iv-into-focus

Luther (2007): Die achte Plage: Heuschrecken, URL: https://www.die- bibel.de/bibeln/online-bibeln/lesen/LU17/EXO.10/2.-Mose-10

McKinsey (Hrsg.) (2022): Private Markets Annual Review, URL: https://www.mckinsey.de/industries/private-equity-and-principal-investors/our- insights/mckinseys-private-markets-annual-review

Mumme, Thorsten (2005): Warum das Bild der bösen Heuschrecke häufig wirklich stimmt, in: Tagesspiegel, URL: https://www.tagesspiegel.de/wirtschaft/private-equity-unternehmen-warum-das-bild-der-boesen-heuschrecke-haeufig-wirklich-stimmt/25165374.html

Nowotnik, Brigl; Pelisari, Krista; Rose, John; Zwillenberg, Paul (2012): The 2012 Private Equity Report, in: BCG Report, Boston, URL: https://www.seca.ch/ getat-tachment/ ed15a8c7-cae8-490d-969b-1ec99be6544a/bcg-report-on--pe-engaging-for-growth--01-2012.aspx

o.V. (2023): Lilium sammelt 150 Millionen ein – Alpine White bekommt 3,75 Millionen – Floy erhält 3,4 Millionen, URL: https://www.deutsche-startups.de/2023/ 07/14/ dealmonitor-lilium

o.V. (2005): Wen die SPD wohl meinte, aber nicht nannte, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, URL: https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/hedge-fonds-wen-die-spd-wohl-meinte-aber-nicht-nannte-1228870.html

o.V. (2013): Exploring the impact of private equity on economic growth in Europe, in: Frontier economics

Peichl, Sauer, Lautenbacher, Rumscheidt (2021): Eigenkapitalentwicklung im Zeichen der Coronakrise, in: Ifo-Institut, München, URL: https://www.ifo.de/ publi-kationen/2021/monographie-autorenschaft/eigenkapitalentwicklung-im-zeichen-der-coronakrise

Peskes, Steinmetz (2021): Strategische Instrumente wertorientierter Unternehmens-steuerung für KMU in der Zukunft – Implikationen der Covid-19-Pandemie, URL: https://www.econstor.eu/handle/10419/238746

PwC (Hrsg.) (2018): European Private Business Survey 2018, URL: https://www.pwc.de/de/mittelstand/next-20-years/family-equity-der-feine- unterschied.html

PWC Deutschland (2023) Private Equity Trend Report 2023, URL: https://www.pwc.de/de/private-equity/private-equity-trend-report.html

Rainey, Dessard (2019): Global Private Equity Report 2019, in: Bain & Company Report, Boston, URL: https://www.bain.com/contentassets/875a49e26e9c47759 42ec5b86084df0a/bain_report_private_equity_report_2019.pdf

Santavirta, Pia; Blomquist, Kenneth (2021): Impact Study: Venture capital and private equity investors' impact on corporate growth, in: KPMG, Pääomasijoittajat Industry Studie, Amstelveen, URL: https://paaomasijoittajat.fi/wp-content/ uploads/FVCA-KPMG-impact-study-2021_EN_FINAL.pdf

Scheuplein, Christopher (2020): Wie entwickeln sich Unternehmen mit Private-Equity-Eigentümern in Deutschland?, in: Institut für Mitbestimmung und Unternehmensführung, Düsseldorf, URL: https://www.boeckler.de/de/faust-detail.htm?sync _id=9137

Schröder, Christian; Löher, Jonas; Nielen, Sebastian (2021): Analyse der Entwicklung beteiligungsfinanzierter Unternehmen, in: Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften – German Private Equity and Venture Capital Association e.V. (BVK), Bonn, URL: https://www.ifm-bonn.org/fileadmin/data/redaktion/ueber_uns/dokumente/Arbeitsbericht-2021.pdf

Welter, Friederike; Levering, Britta; May-Strobl, Eva (2016): Mittelstandspolitik im Wandel, IfM-Materialien No. 247, Bonn, URL: https://www.ifm-bonn.org/fileadmin/data/redaktion/publikationen/ifm_materialien/dokumente/IfM-Materialien-247_2016.pdf