

PRIVATE EQUITY BRIEF

SONDERAUSGABE

„Private Equity-Beteiligungen fördern stabile, langfristige Investitionen in Innovationen“



Josh Lerner, Professor an der Harvard Business School, ist weltweit der renommierteste Wissenschaftler in der Private Equity-Forschung. Seine Forschungsergebnisse publiziert er regelmäßig in den führenden Fachzeitschriften. Daneben untersucht er für das World Economic Forum in groß angelegten empirischen Studien die volkswirtschaftlichen Auswirkungen von Private Equity. In dieser Ausgabe fasst er seine neuesten Forschungsergebnisse exklusiv für den Private Equity BRIEF zusammen.

empirischen Studien die volkswirtschaftlichen Auswirkungen von Private Equity. In dieser Ausgabe fasst er seine neuesten Forschungsergebnisse exklusiv für den Private Equity BRIEF zusammen.

► Private Equity hat als alternative Finanzierungsform in den letzten Jahrzehnten zunehmend an Bedeutung gewonnen. Zum einen ist der Private Equity-Sektor in den vergangenen Jahrzehnten stark gewachsen, zum anderen hat er sich auch geografisch ausgedehnt. Dies hat auf den unterschiedlichsten Märkten – unter anderem in

China, Deutschland, Südkorea, Großbritannien und den Vereinigten Staaten – dazu beigetragen, die Auswirkungen von Private Equity auf Unternehmen genauer unter die Lupe zu nehmen. Von besonderem Interesse sind dabei mögliche Einflüsse auf die Beschäftigung und die Unternehmensplanung, aber auch ganz allgemein auf die Situation von Unternehmen und Wirtschaft.

Durch die gestiegene Bedeutung von Private Equity wachsen auch die Bedenken über mögliche Folgen dieser Entwicklung. Das ist nachvollziehbar. Doch häufig mischen sich unter objektive Überlegungen allgemeine Vorurteile gegenüber Private Equity. Daher ist es wichtig, Erkenntnisse über die tatsächlichen Auswirkungen von Private Equity auf die Unternehmen im Rahmen wissenschaftlicher Forschung zu gewinnen.

In den 80er Jahren wurden fremdfinanzierte Übernahmen (Leveraged Buy-Outs) in einer Reihe bedeutender wissenschaftlicher Studien bereits untersucht. Allerdings lassen sich deren Ergebnisse nicht verallgemeinern. Das hat zwei Gründe. Zum einen basieren die Untersuchungen auf einer vergleichsweise kleinen Anzahl von Trans-

Weiter auf Seite 2

aktionen bei börsen notierten Unternehmen in den USA, die aber nur einen sehr geringen Anteil aller LBOs ausmachen. Zum anderen ist der Private Equity-Sektor seit den 80er Jahren stark gewachsen und hat eine enorme Entwicklung vollzogen. Die Situation heute ist also eine ganz andere als noch vor wenigen Jahrzehnten.

Diese Lücke konnte ein dreijähriges Forschungsvorhaben des Weltwirtschaftsforums mit dem Titel „The Global Economic Impact of Private Equity“ schließen. Ziel dieses Projekts unter meiner Führung war es, die globalen Auswirkungen von Private Equity-Investitionen zu beleuchten. An dem Vorhaben waren renommierte internationale Wissenschaftler wie Ann-Kristin Achleitner, Francesca Cornelli, Morten Sorensen, Per Stromberg, John van Reenen und viele andere beteiligt. Im Rahmen des Projekts wurden die wirtschaftlichen Auswirkungen von Private Equity-Investitionen in verschiedenen Teilstudien umfassend untersucht. In diesem Artikel möchte ich zentrale Schlussfolgerungen erläutern, die die Autoren besonders interessant fanden.

Die erste Studie behandelte 21.397 Private Equity-Investitionen, die weltweit zwischen 1970 und 2007 getätigt wurden. **Die wichtigsten Resultate sind:**

- ▶ 6 Prozent aller Buy-Outs enden mit der Zahlungsunfähigkeit des Unternehmens oder seiner finanziellen Restrukturierung. Das entspricht einer jährlichen Quote von Insolvenzen oder schwerwiegenden finanziellen Problemen von 1,2 Prozent. Diese Quote ist niedriger als der entsprechende Wert für US-Unternehmensanleihen (1,6 Prozent).
- ▶ Die Haltedauer von Private Equity-Investitionen hat im Zeitablauf zugenommen. 58 Prozent aller Private Equity-finanzierter Unternehmen werden frühestens nach fünf Jahren verkauft. Nur 12 Prozent wurden bereits innerhalb von zwei Jahren wieder veräußert – der Anteil

solcher „Quick Flips“ ist in den letzten Jahren zurückgegangen.

Auch über die Frage, ob und wie Private Equity-Investoren die Planung, Investitionen und Strategie der Unternehmen beeinflussen, wird häufig diskutiert. Ein mögliches Argument ist, dass Private Equity-Investoren es der Geschäftsführung eines Unternehmens ermöglichen, tiefgreifende Umstrukturierungen durchzuführen, ohne dem Marktdruck ausgesetzt zu sein. Dagegen würden börsennotierte Unternehmen oft stärker auf kurzfristige Investitionen setzen, um den Markt-

forderungen nach erfolgreichen Quartalsabschlüssen nachzukommen.

Andere bezweifeln jedoch, dass Private Equity-finanzierte Unternehmen ihre

Geschäftsaktivitäten wirklich langfristiger auslegen als börsennotierte Unternehmen und führen Maßnahmen wie etwa Sonderausschüttungen für ihre Eigenkapital-Investoren als Argument an. Vor diesem Hintergrund untersuchte eine zweite Studie langfristige Investitionen von Unternehmen.

Hier konzentrierten sich die Forscher auf Investitionen in Innovationen als eine Form langfristiger Investments. Innovation ist aus verschiedenen Gründen ein guter Indikator für die angesprochene Fragestellung. Zum einen sind Ausgaben für Forschung und Entwicklung (F&E) generell ein langfristiger Posten, der zugleich die dauerhafte

Existenzgrundlage des Unternehmens beeinflusst. Zum anderen lassen sich anhand der Art und Zahl der Patente die technischen und technologischen Innovationen börsennotierter und außerbörslicher Unternehmen analysieren und vergleichen.

Das wichtigste Ergebnis vorweg: Die Anzahl der angemeldeten Patente vor und nach einer Übernahme ist weitgehend unverändert. Unternehmen verfolgen nach einem Buy-Out allerdings vor allem das Ziel, wirtschaftlich relevante Innovationen zu realisieren. Gemeint

Die Insolvenzrate ist bei Private Equity-finanzierten Unternehmen geringer als bei US-amerikanischen Unternehmensanleihen.

Private Equity-Beteiligungen fördern häufig Innovationen

sind Innovationen, die sich aus der Konzentration der Unternehmen auf Forschungsaktivitäten in ihren klassischen Kernbereichen ergeben. Solche wirtschaftlich bedeutenden Innovationen haben im Vergleichszeitraum um 25 Prozent zugenommen.

Eine dritte Studie beschäftigte sich mit den Auswirkungen von Private Equity-Investitionen auf die Beschäftigung. Auch diese Frage wird heftig diskutiert: Während Kritiker Private Equity für massiven Stellenabbau verantwortlich machen, belegen Private Equity-Verbände und andere Institutionen in aktuellen Studien die positiven Folgen auf die Beschäftigungsverhältnisse in Unternehmen. Leider weist jedoch eine Vielzahl der vorliegenden Studien deutliche methodische Schwächen auf. Wichtige Punkte sind neben unvollständig beantworteten Fragen vor allem fehlende Möglichkeiten zur Erfassung von Veränderungen der Beschäftigungsstruktur in vergleichbaren Unternehmen, die fehlende Differenzierung zwischen Risikokapitalinvestitionen (Venture Capital) und anderen Formen außerbörslichen Beteiligungskapitals (Private Equity) sowie Probleme, neue Arbeitsplätze oder eingesparte Stellen nach Ländern auszuweisen.

Wir haben einen Datenpool entworfen, der diese Mängel beheben soll. Außerdem wurde eine weitaus höhere Anzahl von Unternehmen untersucht als bei früheren Studien. In unsere Studie sind Private Equity-Transaktionen von 1980 bis 2005 eingeflossen. Mit Hilfe von Daten der US-Bundesbehörde Bureau of the Census haben wir die Beschäftigungsverhältnisse praktisch aller Private Equity-finanzierter Unternehmen in den USA vor und nach dem Engagement von Beteiligungsgesellschaften in diesem Zeitraum analysiert. Es wurden 5.000 Unternehmen untersucht, in die Private Equity investiert hat. Diese Unternehmen hatten insgesamt 300.000 US-amerikanische Betriebsstätten (Fabriken, Büros und Verkaufsstellen, an denen wirtschaftliche Aktivitäten stattfinden). Diese Betriebsstätten wurden mit 6 Millionen anderen Betriebsstätten verglichen (Kontrollgruppe).

Viele frühere Studien zum Verhältnis von Private Equity und Beschäftigung weisen maßgebliche Mängel auf

Einige wichtige Ergebnisse:

- ▶ Unternehmen mit Private Equity-Beteiligung schafften 6 Prozent mehr „echte“ neue Arbeitsplätze – also Arbeitsplätze an neu gegründeten Standorten in den USA – als die Unternehmen der Kontrollgruppe. Die deutliche Schaffung solcher neuen Arbeitsplätze scheint den Stellenabbau an bestehenden Betriebsstätten weitgehend auszugleichen. Ein markanter Unterschied war, dass die Beschäftigungsrate in den bestehenden Betriebsstätten bereits im Jahr der Investition und den beiden Vorjahren langsamer gewachsen war als die Kontrollgruppe. Für die beiden Jahre vor der Investition beträgt die durch-Differenz vier Prozent.

- ▶ Nach einer Private Equity-Beteiligung sinkt die Anzahl der Beschäftigten in den übernommenen, bereits bestehenden Betriebsstätten zunächst noch einmal schneller als in den Betriebsstätten der Kontrollgruppe. Auf zwei Jahre gesehen liegt die Differenz bei acht Prozent. Im vierten und fünften Jahr nach der Private Equity-Investition ist der Unterschied wieder ausgeglichen. Dann liegt die Beschäftigung in den übernommenen Betriebsstätten bei Unternehmen beider Gruppen auf gleichem Niveau.

Die Untersuchung liefert wichtige Erkenntnisse für die Einschätzung der Bedeutung von Private Equity für die Gesamtwirtschaft. Aus Sicht der Autoren erlaubt die Arbeit einige allgemeinere – vorläufige – Beobachtungen:

- ▶ Die Bewertung der Auswirkungen von Private Equity-Investitionen in der Vergangenheit basierte häufig auf vorgefassten Meinungen, was vielfach für Verwirrung sorgte. Die Daten der Beschäftigungsanalyse belegen weder das Schreckensmärchen vom massiven Stellenabbau, noch die prophezeite Schaffung von zahlreichen Arbeitsplätzen im Inland.
- ▶ Die lange Haltedauer von Private Equity-Beteiligungen und stabile, langfristige Investitionen in Innovationen – gemessen an Patentzahlen – scheinen die Meinung zu unterstützen, dass

Buy-Outs eine langfristig ausgerichtete Form der Unternehmensführung sind.

- ▶ Die Untersuchungen von Private Equity-Beteiligungen in Bezug auf Beschäftigung und Innovation zeigen, dass Private Equity-Gesellschaften wirtschaftliche Veränderungen beschleunigen.

Trotz dieser Erkenntnisse gibt es weiterhin viele offene Fragen – zum Beispiel nach den Auswirkungen von Private Equity auf Produktivität, Löhne und gewerkschaftliche Organisation sowie auf internationale Beschäftigungsentwicklungen außerhalb der USA.

In einer weiteren aktuellen Studie befassen wir uns daher mit einer dieser Fragestellungen und untersuchen die Auswirkungen von Private Equity-Investitionen auf die Gesamtentwicklung einzelner Branchen. Dies wird anhand der Indikatoren Wachstum und Zyklizität gemessen. Genauer gesagt analysieren wir die Beziehungen zwischen Private Equity-Beteiligungen und Wachstumsraten der variablen Produktivität, Beschäftigung und Kapitalbildung. Hierfür werden zwischen 1991 und 2007 getätigte Private Equity-Investitionen in 20 Branchen aus 26 großen Ländern betrachtet.

Dabei vergleichen wir die Wachstumsrate einer bestimmten Branche mit dem durchschnittlichen Gesamtwirtschaftswachstum im selben Jahr. Außerdem werden länder- und branchenspezifische Faktoren berücksichtigt. Damit ist es möglich, die Auswirkungen von Private Equity-Transaktionen im Vergleich zur durchschnittlichen Entwicklung in einem bestimmten Land, in einer bestimmten Branche und in einem bestimmten Jahr zu bewerten.

Kein erheblicher Arbeitsplatzabbau
in Private Equity-finanzierten Unternehmen

Ein Beispiel: Wenn die Private Equity-Investitionen in der schwedischen Stahlindustrie höher sind als in der finnischen, untersuchen wir, ob die Entwicklung der Stahlindustrie in diesen beiden Ländern im Verhältnis zur Entwicklung dieser Branche in allen Ländern unserer Studie in einer

bestimmten Zeit besser oder schlechter ist. Anschließend können die Wachstumsunterschiede über die Branchenzyklen hinweg bewertet werden.

Unsere Ergebnisse zeigen, dass Branchen mit lebhaften Private Equity-Aktivitäten in den letzten fünf Jahren schneller gewachsen sind als andere. Das belegen die Daten für Gesamtproduktion, Wertschöpfung, Lohnniveau oder Beschäftigung. Dabei spielt die Höhe der Investitionen keine bedeutende Rolle: In den Industriezweigen mit Private Equity-Aktivitäten gibt es kaum signifikante

Unterschiede zwischen den Branchen mit besonders hohem oder eher niedrigem Niveau an Private Equity-Investitionen. Sektoren mit Private Equity-Aktivitäten

schwanken in Branchenzyklen nicht stärker als Vergleichsbranchen – sie sind manchmal sogar weniger volatil. Die niedrigen Schwankungen zeigten sich vor allem bei den Aspekten Lohnniveau und Beschäftigung. Unsere Studie untersucht auch, ob zyklische Schwankungen durch Private Equity-Investitionen verstärkt werden. Es gibt jedoch kaum Hinweise darauf, dass eine solche Wechselbeziehung vorliegt.▲

Private Equity kann ein stärkeres
Wachstum von Industriezweigen bewirken

LINKS

Weitere Informationen finden Sie unter:

- www.people.hbs.edu/jlerner/
- www.weforum.org