

# **ES GILT DAS GESPROCHENE WORT**

## **Wie viel Regulierung verträgt Private Equity?**

Tax & Law Talk, Frankfurt School of Finance & Management, 04.03.2008

**Dr. Alexander Dibelius**

[Vielen Dank Professor Schalast für die freundliche Einführung.]

Meine sehr geehrten Damen und Herren, liebe Studenten der Frankfurt School of Management and Finance;

ich freue mich sehr, heute auf Einladung der HfB mit Ihnen über die Frage „Wie viel Regulierung verträgt Private Equity?“ diskutieren zu dürfen.

Private Equity – selten hat eine Branche die Gemüter hierzulande so stark bewegt. Lassen Sie mich daher auf die Frage, die meinem Vortrag voran steht, die provokative Gegenfrage formulieren, die unserem ehemaligen Bundesarbeitsminister sicherlich gefallen würde: „Können Heuschrecken nicht auch Nutztiere sein?“

Der Biologe würde sagen: „Nein!“ Der Ökonom und – in einer Idealwelt – auch der Wirtschaftspolitiker sollten hingegen erwidern: „Bei entsprechender Haltung vielleicht schon.“ Denn die Frage „wie viel Regulierung Private Equity verträgt“ ist ohne eine Fakten-basierte, objektive Diskussion über den volkswirtschaftlichen Nutzen und die Bedeutung von Private Equity nicht vernünftig zu beantworten.

Als Repräsentant der internationalen Investment Bank Goldman Sachs, die über ihre eigene Private Equity Fondsfamilie „Goldman Sachs Capital Partners“, seit 1993 mehr als 1,7 Milliarden Euro in deutsche

Unternehmen investiert hat, möchte ich Sie in den nächsten 40 Minuten auf eine Reise in Vergangenheit, Gegenwart und Zukunft der Beteiligungsbranche mitnehmen. Dabei möchte ich Ihnen insbesondere die Bedeutung von Private Equity für die deutsche Wirtschaft verdeutlichen. Und ich hoffe, dass Sie am Ende auch meiner Meinung sein werden, dass die aktuellen Regulierungsbestrebungen unserer Regierung – zumindest mit Hinblick auf Buyouts – kontraproduktiv sind.

Meine Damen und Herren,

Private Equity, also Eigenkapitalbeteiligungen an nicht börsennotierten Unternehmen, gibt es bereits seit über 60 Jahren. Der Ursprung der Beteiligungsbranche findet sich in den USA: 1946 wurde hier mit der „American Research and Development Corporation“ die erste Venture Capital Gesellschaft der Welt gegründet.

Die USA erkannten bereits zu jener Zeit die wirtschaftliche Bedeutung von Gründungs- und Wachstumsfinanzierung junger Unternehmen und förderten daher in den 50er und 60er Jahren per Gesetz die Entstehung einer Venture-Capital-Industrie.

Ende der 60er/Anfang der 70er Jahre war dann die Geburtsstunde des Leveraged-Buyout-Modells, kurz LBO. Eine Sonderform davon ist das Management Buyout, kurz MBO. Und erneut waren die USA auf diesem Gebiet Vorreiter. Angesichts einer weltweiten Rezession erlebte auch die amerikanische Wirtschaft eine Phase hoher Inflation und niedrigen

Wachstums. Die Aktienmärkte als Kapitalquelle waren temporär versiegt, zugleich aber gab es in vielen Branchen und Unternehmen den Bedarf einer umfassenden Um- bzw. Restrukturierung. Insbesondere das Konzept der Industriekonglomerate schien gescheitert angesichts massiver Ineffizienzen, die immer deutlicher zu Tage traten. In diesem Umfeld konnte sich das Konzept des Leveraged Buyouts etablieren als alternative Finanzierungsquelle für Unternehmen, die sich in einer späten Entwicklungsphase befinden – gewissermaßen als ein Ableger des Venture Capital Modells.

LBO-Transaktionen nahmen bereits nach kurzer Zeit ungeahnte Dimensionen an. So lag beispielsweise der Leveraged Buyout des Lebensmittelkonzerns RJR Nabisco durch Kohlberg Kravis Roberts aus dem Jahr 1988 noch bis 2006 auf Platz 1 der größten Private-Equity-Deals - weltweit mit einem Transaktionswert von 31,4 Milliarden US-Dollar inkl. übernommener Schulden.

Auch in der 80er Jahren war die Skepsis gegenüber der Private-Equity-Branche groß. Statt von Heuschrecken sprach man seinerzeit von „Barbarians at the Gate“, „Barbaren vor den Toren“. Film-Charaktere wie Michael Douglas als gieriger Finanzinvestor Gordon Gekko in Wall Street oder Richard Gere als Corporate Raider Edward Lewis in Pretty Woman spiegelten das negative Image wider.

Die Buyout-Branche von damals ist jedoch mit der von heute nicht vergleichbar. Lag der Fokus in den Anfängen noch auf Financial Engineering, so kann heute nur eine Investmentstrategie, die sich primär auf eine operative Wertsteigerung bei Portfoliounternehmen fokussiert, attraktive Renditen erbringen.

Dieser Paradigmenwechsel bei LBOs hat seine Wurzeln in den späten 90er Jahren, als sich die Entwicklung der Private Equity-Branche noch einmal drastisch beschleunigte. Insbesondere aufgrund von Innovationen in der Informationstechnologie und eines günstigen Klimas für IPOs konnte Private Equity in den USA hohe Renditen erzielen. Vor diesem günstigen wirtschaftlichen Hintergrund wurde es möglich, immer mehr Investoren, vor allem Pensionsfonds, Versicherungen und Stiftungen, für neue Fonds gewinnen.

Dieser Erfolg führte zu einem Boom der Beteiligungsbranche und immer mehr Wettbewerb unter den Gesellschaften. Um sich von der Konkurrenz abzusetzen, suchten Private-Equity-Firmen nach neuen Strategien, um ihre Renditen gegenüber den Wettbewerbern zu steigern. Die Lösung: operative Wertsteigerung bei Portfoliounternehmen. Was genau dahintersteht, darauf möchte ich gleich noch eingehen.

In Europa und auch in Deutschland entwickelte sich die Private-Equity-Branche im Vergleich zu den USA erst deutlich später. Gründe hierfür waren die starke Stellung der traditionellen Bankfinanzierung, die höhere

Risikoaversion europäischer Investoren und Regierungen, aber auch eine fehlende Unternehmerkultur. Darüber hinaus sorgten schlechtere steuerliche Rahmenbedingungen und die bis weit in die 90er Jahre hinein unterentwickelten Aktienmärkte für einen Spätstart.

Großbritannien machte unter Margaret Thatcher in den 80er Jahren den Anfang und schuf verbesserte Rahmenbedingungen für die Beteiligungsbranche. Mitte der 90er Jahre zog Kontinentaleuropa nach. Insbesondere mit Blick auf Venture Capital wurden gesetzliche Anreize für Unternehmensgründer geschaffen und durch die Einführung neuer Börsenmärkte für Start-Ups Exitmöglichkeiten für deren Investoren geboten.

In Deutschland brachte der „Neue Markt“ den Durchbruch für Private Equity. Amerikanische und britische Beteiligungsgesellschaften finanzierten mit ihrem Eigenkapital die Entwicklung technologischer Innovationen „made in Germany“. Die Vorherrschaft des traditionellen Hausbankensystems in Deutschland wurde geschwächt und die Private-Equity-Branche, die bisher an der „nationalen Risikoscheu“ weitgehend gescheitert war, blühte auf. 1996 betrug das kumulierte Fondsvolumen, welches für Beteiligungen in Deutschland bestimmt war, geschätzte 4,8 Milliarden Euro. Zehn Jahre später erreichte es bereits das 6fache dieses Wertes.

Meine Damen und Herren,

Der Boom von Private Equity gerade in den letzten Jahren hat wohl selbst Branchenexperten überrascht. Allein zwischen 2001 und 2007 stieg das weltweite Transaktionsvolumen von 166 Milliarden auf 805 Milliarden Euro. Der durchschnittliche Transaktionswert von LBOs liegt mittlerweile bei knapp 600 Millionen Euro (Stand Ende September 2007).

Mehr als 20 Prozent des jährlichen weltweiten M&A-Transaktionsvolumens geht mittlerweile auf das Konto von Private Equity. Hierbei hat der Trend zu einer verstärkten Syndizierung eine zentrale Rolle gespielt: während 2001 nur 8 Prozent der Private Equity Transaktion im Rahmen eines Konsortiums gestemmt wurden, lag der Anteil der „Club Deals“ 2007 bei 36 Prozent.

Für die aktuellen Fonds sind Rekordsummen eingesammelt worden, die in den nächsten Jahren investiert werden. Das gegenwärtige weltweite Private-Equity-Fondsvolumen wird auf ca. 700 Milliarden Euro geschätzt. Um Ihnen einen Vergleich an die Hand zu geben: die Marktkapitalisierung aller DAX30-Unternehmen zusammen beträgt ca. 930 Milliarden Euro. Bei einer durchschnittlichen Eigenkapitalquote in Private Equity-

Transaktionen von 30 Prozent ergibt sich eine Finanzierungskraft von 2,3 Billionen Euro.

Sicher dürfte die aktuelle Lage an den Finanzmärkten, auf die ich später noch genauer eingehen möchte, dazu führen, dass die durchschnittliche Eigenkapitalquote in Private-Equity-Transaktionen erneut ansteigen wird – nachdem sie bereits von durchschnittlich 38 Prozent im Jahr 2002 auf 33 Prozent im Jahr 2007 (für den Zeitraum Januar bis November) zurückgegangen war. Aber selbst bei angenommenen 40 Prozent Eigenkapitalquote käme man immer noch auf ein mögliches Transaktionsvolumen von 1,75 Billionen Euro.

Wie ich bereits angedeutet habe, wurde 2006 und 2007 das Ranking der größten LBOs komplett neu geordnet. Mit 48,2 Milliarden US-Dollar belegt die 2007 durchgeführte Akquisition des Telekommunikationsriesen Bell Canada Enterprises durch ein Konsortium unter der Leitung des Ontario Teachers' Pension Plan weltweit Platz 1. Auf Platz 2 folgt mit 44,2 Milliarden US-Dollar die Übernahme des amerikanischen Energieunternehmens TXU Energy durch ein Konsortium, zu dem auch Goldman Sachs Capital Partners gehört. In Europa belegt Platz 1 aktuell die Akquisition des britischen Chemie- und Gesundheitskonzerns Alliance Boots durch Kohlberg Kravis Roberts mit einem Wert von 24,2 Milliarden US-Dollar.

Aber nicht nur die Größe der Private-Equity-Transaktionen hat sich verändert, auch die Zielunternehmen und -branchen sind vielfältiger geworden. So haben wir in letzter Zeit z.B. Übernahmen von Unternehmen mit einem hohen Anteil an immateriellen Vermögensgegenständen gesehen und Transaktionen in stark zyklischen Bereichen wie der Halbleiterbranche. Auch geographisch hat sich Private Equity auf neues Terrain gewagt und Wachstumsmärkte – insbesondere in Asien – für sich entdeckt.

Die aktuelle Kreditkrise hat dem mehrjährigen Vormarsch der Branche erst einmal unterbrochen. Der Anstieg der Credit Spreads erschwert die Finanzierung von LBOs. Das weltweite Private-Equity-Transaktionsvolumen ist dementsprechend in der 2. Hälfte von 2007 deutlich zurückgegangen – auf 250 Milliarden Euro im Vergleich zu 505 Milliarden Euro in den ersten sechs Monaten in 2007. Im langfristigen Vergleich allerdings sind die Spreads noch immer attraktiv.

Auch wenn Deutschland in den vergangenen Jahren aufgeholt hat, spielt es bei Private Equity im internationalen Vergleich weiterhin eine untergeordnete Rolle. 2007 wurden hierzulande Private-Equity-Transaktionen mit einem Volumen von 47 Milliarden Euro durchgeführt. In Großbritannien waren es demgegenüber 133 Milliarden Euro und in den USA sogar 498 Milliarden Euro. Der deutsche Markt wird klar von MBOs/LBOs dominiert mit 71% des Gesamtvolumens an Private Equity

Finanzierung, gefolgt von 25% Venture Capital und 4% Bridge und Turnaround-Finanzierungen.

2006 erzielten die deutschen Portfoliounternehmen von Beteiligungsgesellschaften einen kumulierten Umsatz von 138,2 Milliarden Euro. Sie beschäftigten 758.000 Arbeitnehmer; das sind 1,9 Prozent der erwerbstätigen Bevölkerung in Deutschland. In Großbritannien hingegen war im selben Zeitraum ein Fünftel der erwerbstätigen Bevölkerung in Private Equity-Portfoliounternehmen beschäftigt. Ein Grund für diesen gewaltigen Unterschied ist sicherlich, dass sich der deutsche Private Equity Markt weitgehend auf die Finanzierung von kleinen Unternehmen spezialisiert hat und so drei Viertel aller Portfoliounternehmen hierzulande weniger als 100 Mitarbeiter haben.

Warum, stellt sich nun die Frage, spielt Deutschland eine solch untergeordnete Rolle, was Private Equity betrifft? Vieles hat mit den hiesigen gesetzlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen zu tun: In einem entsprechenden Ranking der European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) belegt Deutschland Platz 20 von insgesamt 25. Das erklärt nicht nur das vergleichsweise niedrige Private-Equity-Transaktionsvolumen hierzulande, sondern auch die geringe Anzahl deutscher Private-Equity-Fondsgesellschaften.

Auch die öffentliche Einstellung zur Branche spielt dabei eine Rolle. Erfreulicherweise scheint sich hier jedoch ein Umdenken abzuzeichnen. Eine aktuelle Infas-Umfrage hat ergeben, dass mittlerweile die Mehrheit der Deutschen mit Private Equity nicht mehr bössartige, profitgierige und zerstörerische Heuschrecken verbindet. 58 Prozent der Befragten gaben an, Private Equity finanzierte Unternehmen seien erfolgreicher als ihre Wettbewerber. 69 Prozent sind sogar der Überzeugung, dass Private Equity dem deutschen Mittelstand hilft, international wettbewerbsfähiger zu werden.

Die Infas-Umfrage hat auch gezeigt, dass die Einstellung gegenüber der Beteiligungsbranche mit zunehmendem Kenntnisstand immer positiver wird. Das wiederum verdeutlicht uns als Private Equity-Repräsentanten, dass wir unsere kommunikativen Bemühungen weiter verstärken und Gelegenheiten wie diese wahrnehmen sollten. Wer sich wirklich mit der Branche beschäftigt, weiß, dass die Private-Equity-Realität besser ist, als ihr öffentliches Image lange glauben machen wollte.

Im Schnitt steigern Unternehmen in Private-Equity-Hand ihren Umsatz und ihre Beschäftigung stärker als konventionell geführte Wettbewerber. Das haben inzwischen viele Studien nachgewiesen. Private-Equity-Gesellschaften machen Unternehmen in der Regel gesünder, nicht kränker. Lassen Sie mich im Folgenden auf die Gründe hierfür genauer eingehen.

Meine Damen und Herren,

Es gibt im Grunde vier zentrale Faktoren, warum Private Equity in bestimmten Situationen alternativen Finanzierungen überlegen ist:

### **1. Wertschaffungsfaktor**

Private-Equity-Manager verstehen sich als aktive Aufsichtsräte und Sparringspartner für das Management der Portfoliounternehmen. Sie unterstützen den Vorstand bei strategischen und operativen Entscheidungen –mit weitreichendem Branchen- und Finanz-Know-How ebenso wie gegebenenfalls mit zusätzlichem Kapital.

Besonders deutlich wird das anhand folgender Relation: Während sich Private-Equity-Manager durchschnittlich rund 20 Stunden in der Woche mit einer Beteiligung und deren operativen und wettbewerblichen Umfeld auseinandersetzen, kommen Aufsichtsräte börsennotierter Unternehmen auf etwa 20 bis 30 Stunden im Jahr. Noch dazu sind letztere dabei all zu oft auch noch branchenfremd.

Mit Vorliebe nimmt sich Private Equity auch sogenannter „Corporate Orphans“ an – also Tochterunternehmen großer Konzerne, die nicht mehr zum Kerngeschäft zählen und daher vernachlässigt und schließlich verkauft werden. Für Private Equity ist jede Beteiligung Kerngeschäft; ihr gilt die volle Aufmerksamkeit.

Welche strategischen und operativen Maßnahmen unterstützt Private Equity im Allgemeinen bei seinen Portfoliounternehmen?

Ein erster Schritt zur Schaffung einer nachhaltigeren Zukunft für die Portfoliounternehmen ist meist eine Refokussierung auf Kernkompetenzen. Die Veräußerung von Randaktivitäten setzt finanzielle Mittel für die Stärkung und den Ausbau der zentralen Geschäftsbereiche frei. Hierbei wird selbstverständlich äußerst behutsam vorgegangen – man kann es nicht oft genug betonen: Private Equity hat kein Interesse daran, „Tafelsilber“ zu verscherbeln. Denn die erzielte Rendite von im Durchschnitt 17,3 Prozent (1997 – 2006) gibt es erst beim Exit. Dessen Erfolg wiederum hängt von der Attraktivität des zu verkaufenden Unternehmens für einen potenziellen Käufer ab. Der ist in der Regel kein Ahnungsloser. Strategische Investoren oder andere Finanzinvestoren – aber auch die Börse – schauen genau hin, ob ein nachhaltiges Geschäftsmodell mit lukrativer Wachstumsperspektive vorhanden ist.

Seien Sie sicher, dass wir bei solchen Refokussierungsmaßnahmen auch mit personellen Konsequenzen nicht leichtfertig umgehen. Dennoch ist in manchen Fällen ein kurzfristiger Arbeitsplatzabbau leider unumgänglich, damit ein Unternehmen mittel- bis langfristig Stellen im Kerngeschäft sichern und ausbauen kann.

Zur Schaffung eines nachhaltigen Geschäftsmodells fördert Private Equity auch klassischerweise organisches Wachstum durch den Aufbau

ergänzender Geschäftsfelder oder die Entwicklung neuer Produkte.

Studien belegen: Private Equity ist ein Innovationstreiber – Unternehmen im Besitz von Beteiligungsgesellschaften weisen im Vergleich zu ihren Wettbewerbern im Schnitt das sechsfache an F&E-Ausgaben auf.

Und nicht nur das: Auch sind die bei Private-Equity-Unternehmen in Forschung und Entwicklung gesteckten Investitionen besonders gut angelegt: In einer im Journal of Economics veröffentlichten Studie aus dem Jahr 2000 wurde die Anzahl von Patentanmeldungen untersucht im Verhältnis zu den Forschungs- und Entwicklungsausgaben von Unternehmen. Verglichen wurden Unternehmen, die mit Beteiligungskapital finanziert waren, und herkömmliche Unternehmen. Das Ergebnis: Jeder Euro privaten Beteiligungskapitals bringt im Schnitt dreimal so viele Patente hervor wie ein Euro an traditionellen Forschungs- und Entwicklungsausgaben.

Als weitere klassische operative Maßnahmen könnte man nennen:

- Netto-Umlaufvermögen verringern,
- Zahlungsziele verkürzen,
- Kassenbestände konsolidieren oder
- Vorratsbestände reduzieren. Sie würden sich wundern, wie viel Potential an dieser Stelle in manchen Unternehmen steckt.

Aber auch externes Wachstum wird von Private Equity systematisch gefördert – etwa durch strategische Zukäufe zur Erschließung neuer

Märkte. Viele Unternehmen mit Hilfe von Private Equity von nationalen Playern zu Weltmarktführern avanciert.

Zudem unterstützt Private Equity meist eine effizientere Gestaltung von Berichtstrukturen in seinen Portfoliounternehmen – denn kürzere und transparentere Entscheidungswege fördern die Motivation von Mitarbeitern und erhöhen die Wahrnehmung von Einsparpotenzialen und zusätzlichen Wachstumschancen.

Um diese genannten Maßnahmen umzusetzen und damit ihr Wertsteigerungspotenzial zu heben, bedarf es Zeit. Im Gegensatz zur immer noch vorherrschenden öffentlichen Meinung ist Private Equity nicht kurz-, sondern langfristig orientiert. Es gibt in der Praxis viele Fälle, in denen Private-Equity-Gesellschaften ihre Beteiligungen sieben Jahre und mehr über verschiedene Unternehmenszyklen hinweg gehalten wurden. Bitte vergleichen Sie das mit dem kurzen Atem der Mehrzahl der Investoren in börsennotierten Unternehmen. Da reden wir nicht von Jahren, sondern von Quartalen.

## **2. Wertschaffungsfaktor**

Dazu kommt: Private Equity ist eine effektive Lösung des Principal-Agent-Problems. Vorständen von börsennotierten Unternehmen wird häufig vorgeworfen, sie würden die Interessen ihrer Anteilseigner nicht ausreichend vertreten. Weil das Management im Rahmen eines MBOs

zum Mit-Unternehmer wird, steigt die Motivation und das Verantwortungsbewußtsein.

Ein besonderer Fall ist dabei ein „Going Private“, also wenn ein Unternehmen von der Börse genommen wird. Dabei zeigt sich, dass Vorstände – befreit vom Quartals-Denken des Aktienmarktes – in die Lage versetzt werden, wichtige strategische Maßnahmen durchzuführen, die erst mittel- bis langfristig ergebniswirksam werden.

### **3. Wertschaffungsfaktor**

Private-Equity-Gesellschaften haben heute ein großes internationales Netzwerk an Kontakten und stellen ihren Portfoliounternehmen dieses zur Verfügung. Hierüber können z.B. neue Lieferanten und Abnehmer gefunden oder mögliche Übernahmeziele für externes Wachstum identifiziert werden. Diese Netzwerke von Private Equity-Gesellschaften stellen echte Wettbewerbsvorteile für Portfoliounternehmen dar.

### **4. Wertschaffungsfaktor**

Natürlich setzt das Wertsteigerungskonzept von Private Equity auch im finanziellen Bereich an – insbesondere durch bilanzielle und steuerliche Optimierungsmaßnahmen.

Und Kritikern zum Trotz: es hat sich auch gezeigt, dass die erhöhte Fremdverschuldung eines Unternehmens nach einem LBO disziplinierend auf das Management wirkt. Knappe Ressourcen werden so auf wirklich

wichtige Projekte verteilt; gleichzeitig werden operative Verbesserungen zügiger angestrebt. Das ist ähnlich wie bei Häuslebauern: Die laufende Tilgungslast des Eigenheims führt zu einem disziplinierteren Ausgabeverhalten. Im Alter haben Häuslebauer im Schnitt mehr auf der hohen Kante als gleich gut verdienende Mieter.

Auch an dieser Stelle möchte ich Ihnen versichern, dass die meisten Private Equity Firmen sehr konservativ bei der Fremdfinanzierung ihrer Übernahmen kalkulieren. Denn wie gesagt: Ziel ist es, nachhaltig den Wert der Portfoliounternehmen zu steigern. Und dies ist nur möglich, wenn Spielraum für Investitionen da ist und der Abbau der übernommenen Schulden nicht im Vordergrund steht. So haben wir bis auf sehr wenige Ausnahmen bisher kaum Insolvenzen von Private-Equity-Portfoliounternehmen gesehen. Und schwarze Schafe gibt es in jeder Branche.

Die Sinnhaftigkeit des Private-Equity-Modells, d.h. seine nachhaltige Wertschaffung, lässt sich insbesondere auch an der Entwicklung von ehemaligen Portfoliounternehmen belegen, die über einen Börsengang verkauft wurden. Eine Harvard-Studie aus dem Jahr 2006 zeigt klar, dass diese sich im Schnitt deutlich besser entwickeln als vergleichbare börsennotierte Unternehmen.

Man darf ebenfalls nicht vergessen, dass in Zeiten von Basel II insbesondere kleine Unternehmen oder solche mit einem risikoreichen

Geschäftsmodell Schwierigkeiten haben, auf die klassische Finanzierung über Bankendarlehen zurückzugreifen. Auch die Börse stellt für diese Unternehmen nur begrenzt eine Finanzierungsquelle dar. Zwar haben die Finanzplätze Vorstöße unternommen, dies zu ändern, aber faktisch bleiben Börsengänge unter einer Million Euro in Europa unbeobachtet. Private Equity bietet hier eine echte Alternative. So sind 2006 rund 30.000 Anfragen von deutschen Unternehmen bei Private Equity Gesellschaften zu einer möglichen Beteiligung eingegangen. Das sollte für sich sprechen.

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit.