

**JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT
FRANKFURT AM MAIN**

FACHBEREICH WIRTSCHAFTSWISSENSCHAFTEN

Michael H. Grote

Private Equity im Mittelstand – Mythos und Realität

No. 183

November 2007



WORKING PAPER SERIES: FINANCE & ACCOUNTING

MICHAEL H. GROTE*

PRIVATE EQUITY IM MITTELSTAND – MYTHOS UND REALITÄT

**No. 183
November 2007**

ISSN 1434-3401

* contact author: Johann Wolfgang Goethe-University, Department of Finance, P.O. Box 19 11 32, 60054 Frankfurt am Main, Germany, Phone +49 (0)69 798-23566, Fax +49 (0)69 798-23648, Email Grote: grote@finance.uni-frankfurt.de

Working Paper Series Finance and Accounting are intended to make research findings available to other researchers in preliminary form, to encourage discussion and suggestions for revision before final publication. Opinions are solely those of the authors.

Abstract

Private Equity ist außerhalb des Fachpublikums von vielen Mythen und Missverständnissen umgeben. Dies fängt bereits bei der Funktionsweise und Größe des Sektors an, aber auch über die Profitabilität und die Gebührenstruktur von Private Equity Gesellschaften gibt es falsche Vorstellungen. Zudem werden immer wieder Vorwürfe laut, dass Private Equity zu massivem Arbeitsplatzabbau, einer hohen Anzahl von Konkursen und dem Unterlassen von langfristigen Investitionen führt. Dennoch wird Private Equity als wichtiges Instrument zur Finanzierung des deutschen Mittelstandes angeführt. Dieser Essay stellt den gängigen Vorurteilen zu Private Equity die neuesten Forschungsergebnisse gegenüber und versucht so, ein ausgewogenes Bild sowohl der Chancen und Risiken als auch des Einsatzgebiets von Private Equity zu zeichnen.

1. Funktionsweise

Zunächst soll die Funktionsweise von Private Equity kurz skizziert werden, einen Überblick über die wichtigsten Akteure liefert Abbildung 1.ⁱ Die Private Equity Gesellschaft wird im ersten Schritt zusammen mit dem Management des Unternehmens neuer Eigentümer des Unternehmens, dabei ist das Management mit ca. 5% am Unternehmen beteiligt. Der Kaufpreis wird insgesamt zu etwa 30% durch Eigenkapital (Equity) und zu etwa 70% durch Kredite finanziert.

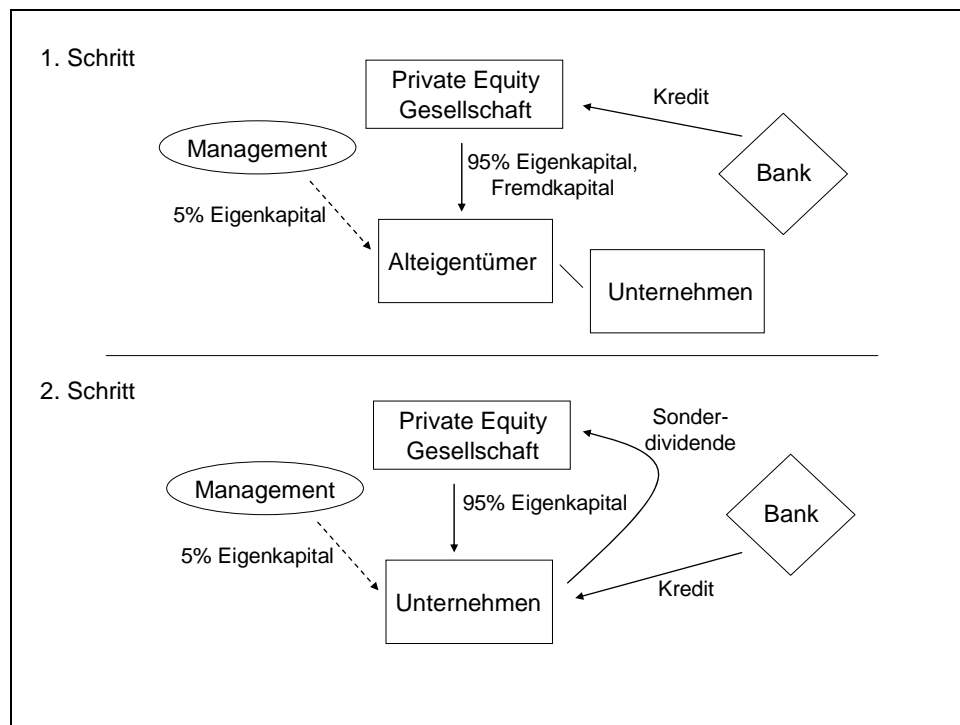


Abbildung 1: Finanzierung von Private Equity Transaktionen

Quelle: eigene Darstellung

Nach dem Kauf nimmt das Unternehmen einen Kredit auf und zahlt eine Sonderdividende an die Private Equity Gesellschaft (2. Schritt in der Abbildung oben), mit deren Hilfe der kurzfristig aufgenommene Kredit getilgt wird: So wird der Bankkredit auf das Unternehmen überwält. Die Sonderdividende kann dabei auch höher als der zuvor aufgenommene Kredit sein.ⁱⁱ

Private Equity Gesellschaften fordern üblicherweise eine jährliche Rendite von 20-25 Prozent. Die potentielle Wertsteigerung der Investition der Private Equity Gesellschaft speist sich aus mehreren Quellen. Zunächst können Unternehmen beim späteren Wiederverkauf (dem „Exit“) generell höher bewertet werden als zum Kaufzeitpunkt. Beispielsweise wird zum Zeitpunkt der Investition das Fünffache des EBITDA gezahlt, während zum Verkaufszeitpunkt das Siebenfache des EBITDA erzielt wird.ⁱⁱⁱ Ein solcher Anstieg kann auch

bei einem sonst unveränderten Unternehmen zu einem Gewinn der Private Equity Gesellschaft führen. Außerdem kann das Unternehmen durch Umstrukturierungen und strategische Neuausrichtung profitabler werden und einen höheren Gewinn erwirtschaften. Schließlich kann das Unternehmen über die Zeit die zunächst aufgenommenen Kredite zurückzahlen und auch dadurch den Wert des Eigenkapitals erhöhen. Zwischenzeitlich ausgezahlte Dividenden erhöhen die Rendite entsprechend.

2. Bedeutung

In der von Zeit zu Zeit aufflammenden Diskussion um Private Equity wird immer wieder die Bedeutung – oder wahlweise die Gefahr – heraufbeschworen, die Private Equity heute darstellt. Allerdings ist das Phänomen doch vergleichsweise überschaubar. Vergleicht man die Höhe des in Private Equity investierten Kapitals mit den Aktienmärkten („Public Equity“), wird die vergleichsweise geringe Reichweite von Private Equity in Europa deutlich (vgl. Abbildung 2).

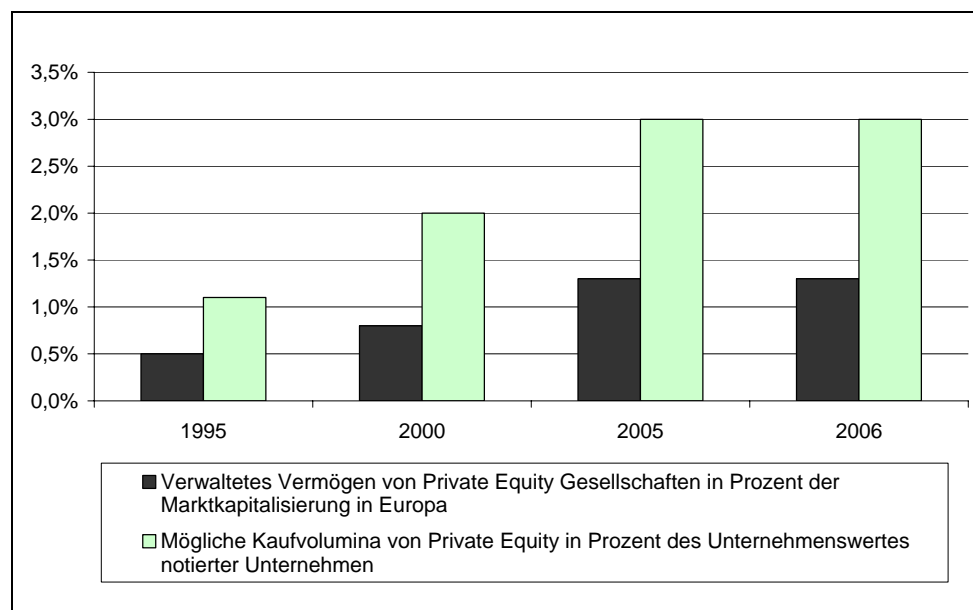


Abbildung 2: Private Equity und Volumen der Neuemissionen in Europa

Quelle: Farrell et al. (2007)

Die Grafik zeigt, dass Ende des Jahres 2006 die gesamten investierten Mittel, die Private Equity Gesellschaften in Europa zur Verfügung stehen, nur etwa 1,3 Prozent des Kapitals ausmachen, das in Aktienmärkten investiert ist (dunkle Balken). Zum Vergleich: An einem guten Tag kann die Marktkapitalisierung europäischer Aktienmärkte durchaus um 1,5 Prozent steigen - oder aber an einem schlechten Tag um zwei Prozent fallen. Private Equity Gesellschaften erwerben Unternehmen in der Regel unter der Zuhilfenahme von

Kredit. Vergleicht man die so mögliche Summe auf der einen Seite mit der Summe der Marktkapitalisierung und der langfristigen Schulden europäischer börsennotierter Unternehmen auf der anderen Seite, so kommt man auf ein Verhältnis von etwa drei Prozent (helle Balken in Abbildung 2). Dieser Wert ist zwar mehr als doppelt so hoch wie der beim Vergleich des Eigenkapitals ermittelte, aber immer noch im Bereich von Tages- oder Wochenschwankungen der Kapitalmärkte.

Auf der anderen Seite zeigt die Abbildung 2 oben auch die Dynamik der Entwicklung von Private Equity. Der Anteil des von Private Equity Gesellschaften verwalteten Kapitals stieg von 1995 bis 2006 von 0,5 Prozent auf 1,3 Prozent der jeweiligen Marktkapitalisierung an. Somit ist der Anteil zwar klein, aber das Wachstum hoch. Dies wird bei Betrachtung der Neuinvestitionen noch deutlicher (vgl. Abbildung 3). Bis zum Jahr 2002 waren die Neuinvestitionen in börsennotierte Aktiengesellschaften immer deutlich höher als die Mittelzuflüsse europäischer Private Equity Gesellschaften. Im Jahr 2003 wurden zum ersten – und bisher einzigen – Mal mehr in Private Equity Gesellschaften investiert als in Börsenneulinge. In den darauffolgenden Jahren halten sich die Zuflüsse in etwa die Waage, wenn auch mit einem leichten Vorsprung der Börseneinführungen.

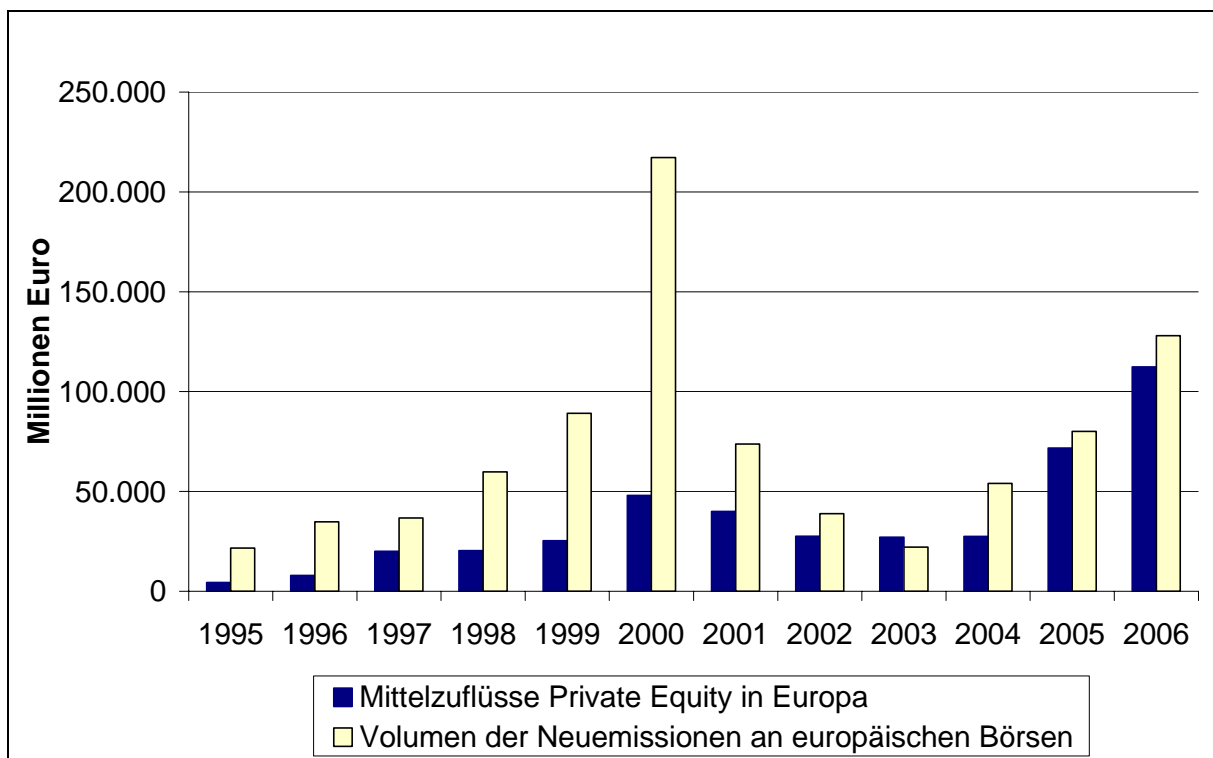


Abbildung 3: Neuemissionen an europäischen Börsen und Zuflüsse bei Private Equity Gesellschaften

Quelle: European Venture Capital Association (2007)

Allerdings ist zu berücksichtigen, dass in der Summe von europäischen Börsen in den letzten Jahren Kapital abgezogen wird: Durch den Rückkauf von Aktien „reifer“ Aktiengesellschaften und durch Delistings, also dem Ende der Börsennotierung von Unternehmen, wird den öffentlichen Kapitalmärkten netto Kapital entzogen. Auch die Private Equity Gesellschaften zahlen Kapital an ihre Investoren zurück, doch verbleibt ein hoher positiver Nettobetrag an Zuwachs. Der europäische Private Equity Sektor wächst stark, während die öffentlichen Kapitalmärkte schrumpfen.

Eine exakte Vorhersage der weiteren Entwicklung ist naturgemäß schwierig, allerdings zeichnet sich ein deutlicher Trend ab: Die Zeichen stehen auf Wachstum. Trotz der aktuellen Finanzierungskrise für Private Equity Unternehmen im Sommer und Herbst 2007 – und einem damit möglichen vorübergehenden Rückgang – sprechen verschiedene Indikatoren für das weitere Wachstum der Private Equity Branche. So beabsichtigen institutionelle Investoren in den USA, den Anteil von Private Equity in ihren Portfolios von 7,8 Prozent auf 9,7 Prozent zu erhöhen (Mayo und Fischer 2007). Viele Banken gehen von einem mittelfristig noch deutlich höheren Anteil aus. So sind erfolgreiche Investoren wie Calpers oder die Yale-Stiftung mit über 15 Prozent ihres Vermögens in Private Equity investiert. In Europa nimmt Private Equity zurzeit lediglich vier Prozent des Anlagevermögens ein – bereits ein Anstieg auf das aktuelle US-amerikanischen Niveau würde ein starkes Wachstum hervorrufen. Mit dem Anstieg der verwalteten Vermögen insgesamt – etwa durch Rentenfonds – kann die Private Equity Branche auch bei konstanten Anteilen profitieren. Für ausgeprägtes längerfristiges Wachstum speziell in Deutschland spricht, dass die hiesigen Private Equity Investitionen auch noch hinter dem europäischen Durchschnitt hinterherhinken: Mit einem Anteil der Private Equity Investitionen von lediglich 0,17 Prozent am Bruttoinlandsprodukt zeigt Deutschland gegenüber dem europäischen Durchschnitt von 0,35 Prozent und sogar 1,1 Prozent in Großbritannien noch ein hohes Potential (Frommann und Dahmann 2005).

3. Profitabilität

Über die Profitabilität von Private Equity Investitionen ranken sich besonders viele Mythen, so spricht die Gewerkschaft „ver.di“ etwa vom „Riesenprofit“ (ver.di 2007) der Gesellschaften. Vereinzelt wird gefordert, auch Privatinvestoren sollte der direkte Zugang zu Private Equity ermöglicht werden, um an den Renditen partizipieren zu können. Allerdings ist längst nicht geklärt, wie profitabel Investitionen in Private Equity Fonds wirklich sind. In einer Untersuchung kommen Kaplan und Schoar (2005) zu dem Ergebnis, dass die Renditen von Private Equity Fonds in den USA im Durchschnitt nicht höher liegen als die Anlage in Aktien, gemessen am Standard & Poor's 500-Index. Dies gilt jedenfalls, wenn man die Renditen der Investoren nach Gebühren heranzieht (mehr zu den Gebüh-

ren weiter unten). Groh und Gottschalg (2006) kommen hingegen in einer Analyse aus dem Jahr 2006 zu dem Ergebnis, dass die Renditen von Private Equity Investitionen – wiederum in den USA – 12,6 Prozent über denen von Vergleichsunternehmen liegen, wenn man die Risiken mit in Betracht zieht.

Weitgehend unbestritten ist jedoch die große Spreizung der Renditen. Die Durchschnittswerte sind für die einzelnen Investoren nur bedingt aussagefähig, wichtig ist vor allem, welche Rendite die eigene Investition erwirtschaften kann. In einer Untersuchung für Europa zwischen 1992 und 2006 zeigen Farrell et al. (2007), dass die durchschnittlichen Renditen bei 14,2 Prozent liegen, im Vergleich zu einer jährlichen Rendite auf den Aktienmärkten von knapp zehn Prozent (vgl. Abbildung 4). Sortiert man die Renditen der Fonds, ergeben sich beträchtliche Abweichungen vom Mittel: Die besten Fonds weisen eine durchschnittliche jährliche Rendite von 29,1 Prozent aus – und kommen damit nahe an die von ver.di postulierten „Riesenprofite“.

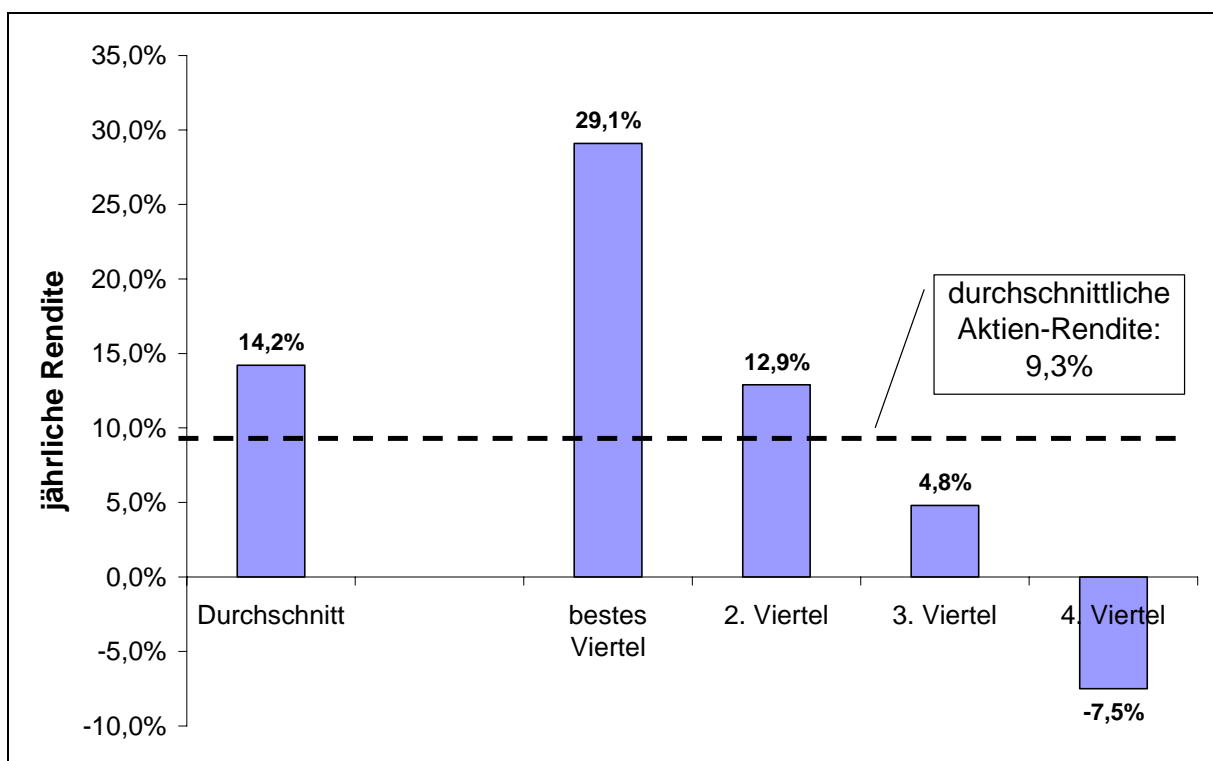


Abbildung 4: Europäische Private Equity Renditen von 1992 – 2006

Quelle: Farrell et al. (2007)

Das zweitbeste Viertel liegt mit einer Durchschnittsrendite von 12,9 Prozent nur noch knapp über den Renditen der Aktienmärkte. Das dritte Viertel der Private Equity Fonds hat in den Jahren 1992-2006 nur eine moderate Verzinsung von knapp fünf Prozent erzielen können – und damit deutlich weniger als eine Investition auf den Aktienmärkten.

Das schlechteste Viertel der Fonds hat das eingesetzte Vermögen verringert, mit einer durchschnittlichen jährlichen Rendite von -7,5 Prozent. Die überdurchschnittliche Gesamrendite wird somit im Wesentlichen von einigen sehr guten Fonds getrieben, bei drei Vierteln der Private Equity Gesellschaften ist die Rendite mehr im Bereich dessen, was auch Privatanleger zu erreichen im Stande sind. Von einem durchschnittlichen Private Equity Fonds sind keine Wunderrenditen zu erwarten.

4. Gebühren

Gerade weil die Risiken der Investitionen hoch sind und die Entwicklung der Unternehmen vergleichsweise undurchsichtig, betonen die Private Equity Gesellschaften, dass ihre Entlohnung in starkem Ausmaß von der erzielten Rendite abhängt. Dabei sind die Management Gebühren, die Haupteinnahmequelle der Gesellschaften, eine von der Rendite des Fonds unabhängige Gebühr dar. Sie liegt üblicherweise bei zwei Prozent des verwalteten Vermögens pro Jahr. Der Hauptteil der variablen Entlohnung stammt aus dem sogenannten „carried interest“, oder kurz „carry“. Das Management der Private Equity Gesellschaft wird hierbei an dem Gewinn des Fonds beteiligt, ohne in ihn investiert zu haben. In aller Regel tritt diese Beteiligung jedoch nur ein, wenn der Fonds eine gewisse Mindest-Rendite, die „hurdle rate“, überschritten hat. Die Höhe des carried interest liegt meist bei 20 Prozent bei einer hurdle rate von acht Prozent. Zu dem variablen Anteil kommen noch Gebühren für den Kauf und Verkauf von Unternehmen, die den Unternehmen im Portfolio in Rechnung gestellt werden. Weiterhin fallen die sogenannten „monitoring fees“ an, also Gebühren die für das Halten und Überwachen des Unternehmens ebenfalls dem Unternehmen selbst in Rechnung gestellt werden. Die beiden letzten Gebühren werden üblicherweise zwischen den Investoren und der Private Equity Gesellschaft geteilt. Abbildung 5 zeigt, wie sich das Einkommen von Private Equity Gesellschaften aus den verschiedenen Gebührenarten zusammensetzt.

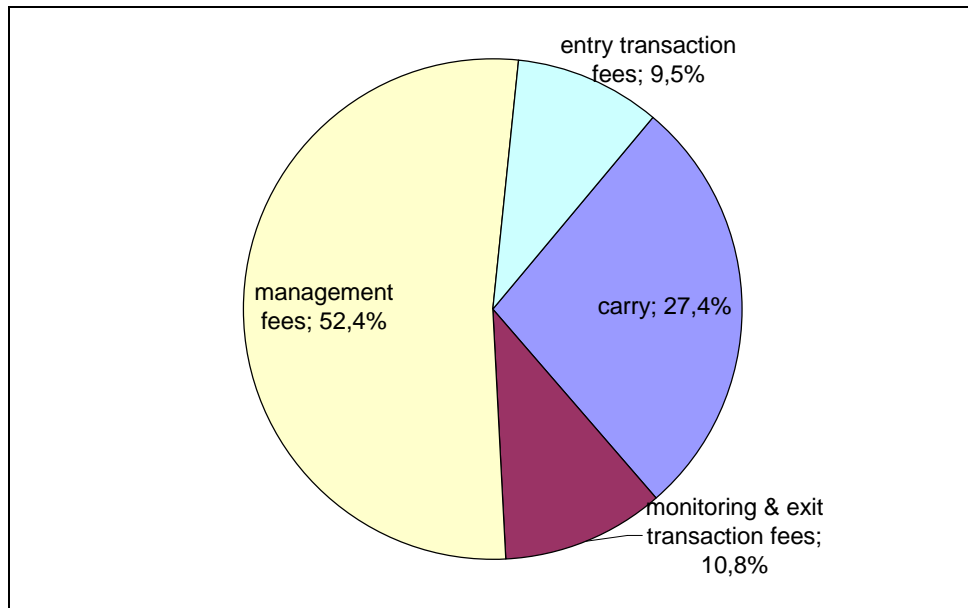


Abbildung 5: Das Einkommen von Private Equity Gesellschaften

Quelle: Metrick und Yasuda (2007)

Die Gebühren fallen zu unterschiedlichen Zeiten an; die in Abbildung 5 dargestellten Zahlungen entsprechen den Barwerten zu Beginn der Fondslaufzeit. Insgesamt kosten Private Equity Gesellschaften knapp zwanzig Prozent des gesamten verwalteten Kapitals an Gebühren (vgl. Metrick und Yasuda 2007). Dabei sind sowohl die Management Gebühren als auch die Gebühren für den Kauf der Unternehmen nicht erfolgsabhängig. Das heißt, über 60 Prozent der Gesamtgebühren von Private Equity Gesellschaften hängen nicht von der Entwicklung der getätigten Investitionen ab. Die Überwachungs- und Verkaufsgebühren richten sich in der Regel nach dem Erfolg der gekauften Unternehmen, jedoch fallen sie auch bei schlechter Rendite an. Lediglich das „carry“ ist allein von der letztendlich erzielten Rendite abhängig. Mit der Auflegung eines neuen Fonds steht ein großer Teil der Gebühreneinnahmen der Private Equity Gesellschaft bereits fest.

5. Schwächung der Unternehmen

Oftmals wird Private Equity Gesellschaften vorgeworfen, Sie würden die Unternehmen, in die sie investieren, systematisch schwächen um eine kurzfristige Rendite zu erzielen. In der öffentlichen Diskussion stehen insbesondere drei Vorwürfe im Mittelpunkt: Private Equity Gesellschaften veranlassen Unternehmen, Arbeitsplätze abzubauen; durch die hohe Schuldenlast würden die Unternehmen häufig in den Konkurs getrieben und schließlich unterblieben notwendige Investitionen etwa in Forschung und Entwicklung, so dass die langfristige Entwicklung der Unternehmen leiden würde. Dabei stehen sich die Aussagen von Gewerkschaften und Private Equity Verbänden unversöhnlich gegenüber (beide

Seiten mit Fallbeispielen). Es stellt sich die Frage, warum eine gründliche empirische Überprüfung der Effekte diesen Streit nicht beilegen kann. Und genau hier liegt das Problem: Will man die Auswirkungen von Private Equity in einem Unternehmen messen, muss man die Situation mit Private Equity vergleichen mit einer Situation ohne Private Equity (vgl. Abbildung 6).

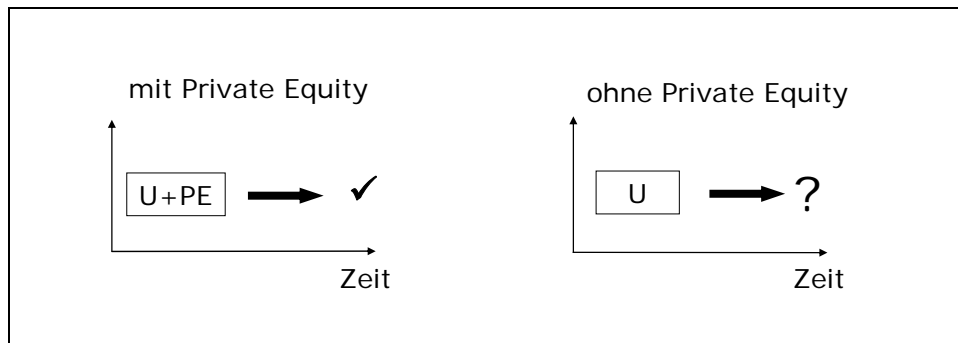


Abbildung 6: Entwicklung von Unternehmen mit und ohne Private Equity

Quelle: eigene Darstellung

Man kann zwar die Entwicklung von Unternehmen beobachten, in die Private Equity Gesellschaften investiert haben. Aber um die Auswirkungen dieses Engagements einschätzen zu können, müsste man die Entwicklung derselben Unternehmen ohne Private Equity Investitionen beobachten – allein, das ist eben nicht möglich. So ist beispielsweise die Tatsache, dass ein Unternehmen nach einer Private Equity Investition seine Arbeitsplätze reduziert, noch kein Beleg dafür, dass die gleiche Maßnahme nicht auch ohne die Private Equity Investition nötig geworden wäre. Ebenso ist ein besonders hohes Wachstum der Unternehmen nicht notwendigerweise ein Zeichen der überlegenen neuen strategischen Ausrichtung, die durch Private Equity vorgegeben wird: Schließlich kaufen Private Equity Gesellschaften ja auch vorrangig Unternehmen mit hohen Wachstumschancen. In der Tat liegt in der Auswahl der Unternehmen ein wesentliches Element der Tätigkeit von Private Equity Gesellschaften – somit sind auch Vergleiche zu anderen, ähnlichen Unternehmen in die eben kein Private Equity investiert wurde, nicht besonders aussagekräftig. Vermutlich gibt es Gründe, warum dort keine Investitionen stattgefunden haben. So verwundert es nicht, dass es mit einem abschließenden „genau hinschauen“ bislang hapert: Dem stehen grundlegende konzeptionelle Schwierigkeiten entgegen.

5.1 Arbeitsplätze

Üblicherweise behilft man sich, indem man die Entwicklung von Private Equity Gesellschaften gegenüber einem Referenzwert misst, der von anderen Unternehmen – in die kein Private Equity geflossen ist – vorgegeben wird. Dies ist nicht perfekt, wie eben dis-

kutiert, aber bessere Lösungen gibt es kaum. Eine wichtige deutsche Studie zur Entwicklung von Unternehmen, in die Private Equity investiert wurde, stammt aus dem Jahr 2004 und wurde von der Deutschen Beteiligungs AG – einem Private Equity Haus – in Zusammenarbeit mit dem Finance-Magazin durchgeführt. Verglichen wurden 45 Unternehmen mit Private Equity Investitionen mit einer größeren Kontrollgruppe ohne Private Equity Investitionen in den Jahren 1998-2003. Dabei schneiden Unternehmen mit Private Equity durchweg besser ab: In dem Zeitraum ist die Anzahl der Arbeitsplätze bei ihnen um 4,5% gewachsen, bei den Vergleichsunternehmen um lediglich 2,2%. Der Umsatz stieg um 7,4% bei Unternehmen mit Private Equity gegenüber 3,9% in der Kontrollgruppe. Die Produktivität hingegen stieg bei den Unternehmen der Kontrollgruppe stärker an (3,4%) als in den Private Equity Unternehmen (3,0%), allerdings ist dieser Unterschied nur klein und statistisch nicht aussagefähig (vgl. Deutsche Beteiligungs AG 2004). Die European Venture Capital Association – der europäische Verband der Private Equity und Venture Capital Gesellschaften – hat im Jahr 2005 eine Studie herausgegeben, die für Unternehmen mit Private Equity in den Jahren 1997-2004 einen Anstieg der Arbeitsplätze um 2,4% berichtet, während in Vergleichsunternehmen die Zahl lediglich um 0,7% gewachsen ist (vgl. EVCA 2005).

Ein anderes Vorgehen wählt eine Studie der OECD aus dem Jahr 2007 (Wright et al. 2007). Hier werden nicht Vergleichsunternehmen als Maßstab betrachtet, sondern die Veränderung der Zahl der Arbeitsplätze gegenüber dem Zustand vor der Private Equity Investition; der Studie liegen britischen Unternehmen in den Jahre 1999-2004 zugrunde. Die Autoren der Studie unterscheiden zwischen Management Buy-Outs (das bisherige Management verbleibt im Unternehmen und beteiligt sich an dem Unternehmen) und Management Buy-Ins (ein weitgehend neues Management kommt in das Unternehmen). Über die fünf Jahre nach der Private Equity Investition schaffen in beiden Fällen etwa 60 Prozent der Unternehmen neue Arbeitsplätze, allerdings sind die durchschnittlichen Entwicklungen unterschiedlich (Abbildung 7):

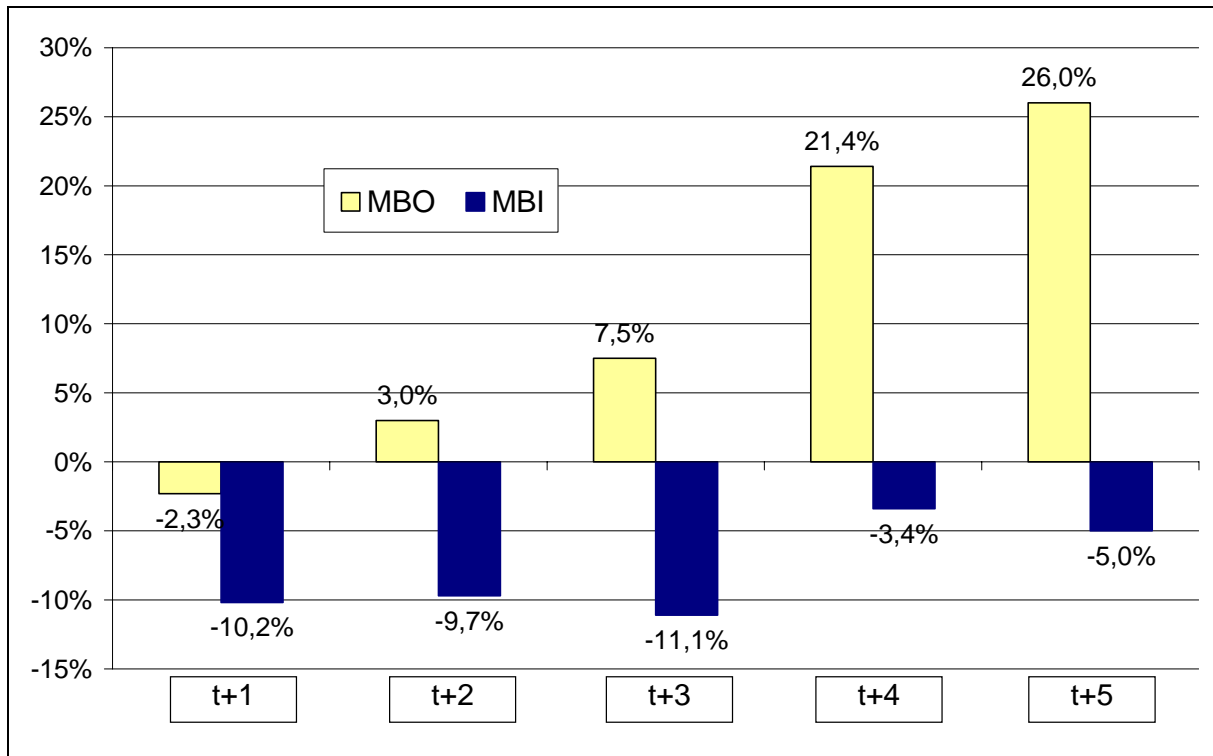


Abbildung 7: Entwicklung von Arbeitsplätzen nach Private Equity Investitionen

Quelle: Wright et al. (2007)

Sowohl bei Management Buy-Outs (MBOs) als auch bei Management Buy-Ins (MBIs) kommt es im Jahr nach der Investition zum Abbau von Arbeitsplätzen. Bei Management Buy-Outs dreht sich dieser Trend jedoch bereits im zweiten Jahr um, nach fünf Jahren ist die Belegschaft im Durchschnitt um 26% gegenüber dem Zustand vor der Private Equity Investition gewachsen. Nach MBIs verlieren die Unternehmen im ersten Jahr im Durchschnitt ca. 10% der Belegschaft, nach fünf Jahren sind immer noch 5% weniger Arbeitsplätze im Unternehmen vorhanden als vor der Investition (vgl. Wright et al. 2007). Dies ist auch zu erwarten: Bei gravierenden Problemen des Unternehmens wird das vorhandene Management ersetzt und Kostensenkungsmaßnahmen getroffen. Ist das Unternehmen ohnehin auf einem guten Weg, bleibt das bestehende Management.

Auch diese Zahlen sind nicht frei von Kritik: Der Anstieg um knapp 14 Prozentpunkte zwischen dem dritten und vierten Jahr bei MBOs beispielsweise klingt bei rein internem Wachstum nicht sehr plausibel. Zu vermuten ist, dass hier andere Unternehmen dazugekauft wurden, so dass die Anzahl der Arbeitsplätze in dem neuen, fusionierten Unternehmen nun deutlich größer ist als zuvor. Ähnliches gilt für den Verlust von 10 Prozent der Arbeitsplätze im ersten Jahr bei MBIs: Es kann sein, dass dies zum großen Teil durch den Verkauf von Unternehmensteilen geschieht, ohne dass es tatsächlich zu Entlassungen kommt. Die schwierige Datenlage erlaubt hier keine genaueren Aussagen. Die vorge-

stellten Studien kommen zu dem Ergebnis, dass Private Equity Unternehmen (mit Ausnahme der MBIs) mehr Arbeitsplätze schaffen, als andere Unternehmen. Aufgrund der Schwierigkeiten bei der Bestimmung des Effekts soll die Darlegungen jedoch etwas abgeschwächt werden: Zumindest die Aussage, dass Private Equity Unternehmen in großem Umfang Arbeitsplätze abbauen, stützen die vorliegenden Studien nicht.

5.2 Konkurse

Ein weiterer Vorwurf lautet, dass Unternehmen durch die hohe Schuldenlast häufig in Konkurs gehen. Belege hierfür finden sich – außer in Einzelfällen – kaum. Auch Familienunternehmen und Börsengesellschaften gehen bankrott: Einzelne Beispiele sind kein Beweis für einen allgemeinen Trend. Zunächst ist zu erwarten, dass die Ausfallraten von Unternehmen im Eigentum von Private Equity Gesellschaften unter denen von anderen Unternehmen liegen: Schließlich wird vor allem in sehr gesunde und attraktive Unternehmen investiert. Hierzu hat wieder das Centre for Management Buy-Out Research Zahlen aus Großbritannien vorgelegt (Abbildung 8).

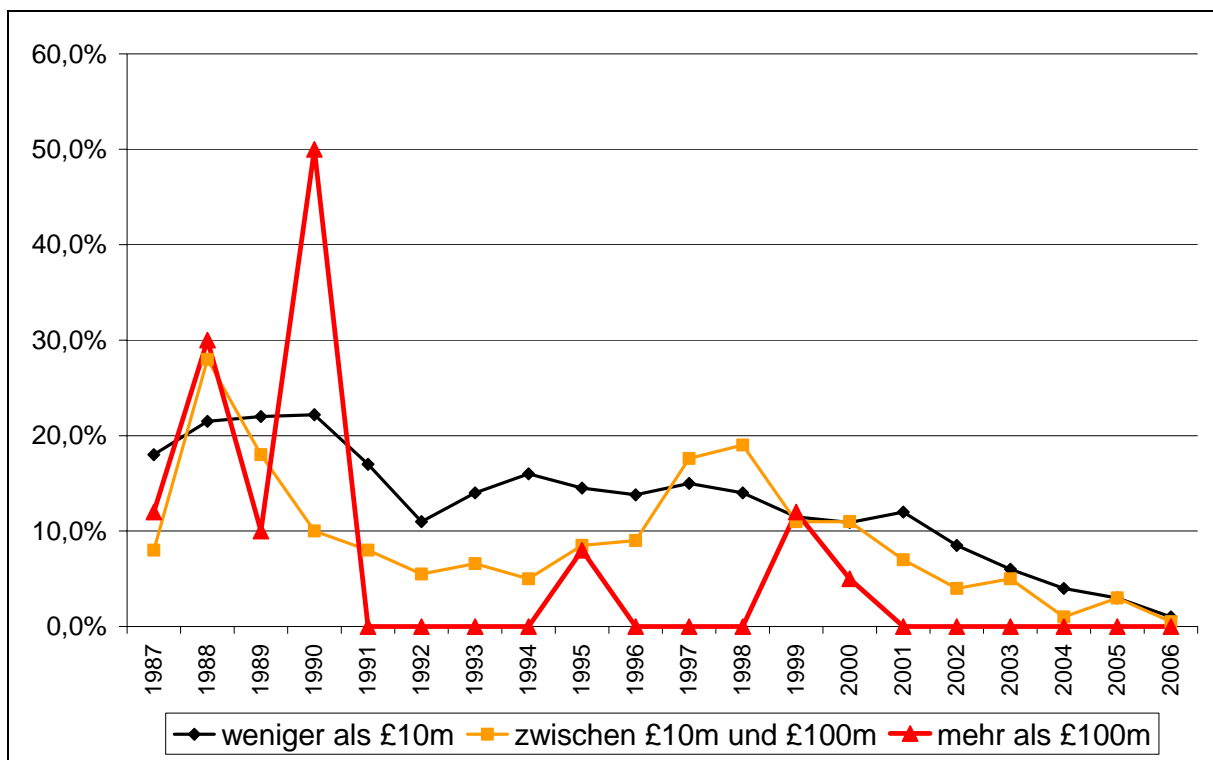


Abbildung 8: Ausfallraten von Private Equity Unternehmen in Großbritannien

Quelle: CMBOR (2007)

In den letzten Jahren ist der Anteil der zahlungsunfähigen Unternehmen an den gesamten Private Equity Unternehmen in allen Größenklassen stark zurückgegangen. Die klei-

nen Unternehmen weisen – wie bei nicht Private Equity finanzierten Unternehmen auch – die höchste Ausfallquote aus, die wenigsten Ausfälle haben große Unternehmen zu verzeichnen. Die hohen Ausschläge in den frühen Jahren (1990) ergeben sich durch eine niedrige Gesamtzahl von Investitionen, der Trend ist deutlich rückläufig. Dieser Trend ist insbesondere vor dem Hintergrund einer hohen Gesamtzahl von Unternehmenszusammenbrüchen in den Jahren 2001-2004 interessant. Es fehlt hier der direkte Vergleich der Ausfallraten. Bei deutlich weniger als fünf Prozent Ausfällen bei Private Equity Unternehmen aller Größenklassen in den letzten Jahren scheint es jedoch übertrieben, von einem besonders hohen Konkursrisiko zu sprechen. Das wäre im Übrigen auch nicht im Interesse der Investoren – ganz überwiegend wird der Hauptteil des Gewinns einer Investition durch einen möglichst hohen Verkaufspreis erzielt.

5.3 Langfristige Investitionen

Eine häufig geäußerte Vermutung ist, dass Private Equity Gesellschaften aufgrund der hohen Renditeforderungen zu Gunsten von Ausschüttungen bei den langfristigen Investitionen kürzen. Somit müssten Private Equity Unternehmen langfristig eine schlechtere Entwicklung aufweisen als Unternehmen ohne Private Equity Investoren. Der Vergleich langfristiger Entwicklungen ist – neben den oben bereits beschriebenen prinzipiellen Problemen – aufgrund der langen Zeiträume nochmals schwieriger. Eine elegante Methode zur Messung dieses Phänomens wird von Jerry Cao und Josh Lerner (2006) für amerikanische Daten angewendet. Die Autoren betrachten die Entwicklung einer bestimmten Kategorie von Neuemissionen am Kapitalmarkt, den sogenannten „reverse leveraged buyouts“. Dies sind Unternehmen, die sich zuvor im Besitz von Private Equity Gesellschaften befanden und von diesen zuvor mittels eines „leveraged buyouts“ erst von der Börse genommen wurden.

Die Aktienkursentwicklung dieser Neuemissionen liefert ein weitgehend uneinheitliches Bild. Über fünf Jahre nach der Emission erzielen die Aktienkurse im Durchschnitt eine etwas höhere Rendite als der Markt (+1,7% über der Marktrendite). Allerdings liefern die Hälfte der Unternehmen (der Median) eine um mindestens 5,8% schlechtere Rendite als der Markt. Vergleicht man die risikobereinigten Entwicklungen der Private Equity Unternehmen, ergeben sich jedoch durchweg bessere Renditen als bei vergleichbare Aktien. Die Renditen der Neuemissionen der „reverse leveraged buyouts“ (RLBO) liegen auch deutlich besser als die Renditen von anderen, „normalen“ Neuemissionen. Die Autoren weisen darauf hin, dass eine höhere Verschuldung der RLBO-Unternehmen nicht zu schlechterer Marktpreisentwicklung führt. Eine schlechtere Rendite ergibt sich jedoch, wenn die Unternehmen nur kurz – unter einem Jahr (sogenannte „quick flips“) – von den Private Equity Gesellschaften gehalten wurden, bevor sie wieder an die Börse gebracht

wurden. Eine längere Haltedauer führt über einen Zeitraum von bis zu fünf Jahren im Allgemeinen nicht zu schlechteren Aktienkursentwicklungen. Eine schlechtere langfristige Entwicklung aufgrund fehlender oder zu geringer Investitionen lässt sich somit nicht konstatieren.

Insgesamt ergibt sich also ein sehr viel „langweiligeres“ Bild als das, was in der Öffentlichkeit skizziert wird: Weder erreichen Private Equity Investoren im Durchschnitt spektakuläre Renditen, noch werden in großem Umfang langfristig Arbeitsplätze abgebaut, die Unternehmen in den Konkurs getrieben oder die langfristigen Investitionen zu stark beschnitten.

6. Private Equity und Mittelstand

Ist Private Equity dann doch der Heilsbringer für chronisch eigenkapitalschwachen deutschen Mittelstand? Leider nein. Eine Reihe von Hindernissen steht dem entgegen. Zunächst ist es die Mindestgröße der Transaktionen. Die Prüfung der Unternehmen vor dem Kauf ist bei kleineren Investitionen nicht weniger aufwändig als bei großen Transaktionen. Die notwendige Beratung, Überwachung und Betreuung des Managements benötigt sicher ebenfalls nicht weniger Zeit und Mühen. Das Gegenteil ist der Fall: Je kleiner das Unternehmen umso schlechter ist in der Regel das Berichtswesen und je unerfahrener ist das Management, so dass kleinere Transaktionen verhältnismäßig mehr Aufwand erfordern. Die Einstiegsuntergrenze von Private Equity Investoren liegt bei ca. fünf Millionen Euro Finanzierung und etwa zehn Millionen Jahresumsatz des Unternehmens. In diesem Bereich wird es aber bereits schwierig, überhaupt Private Equity Gesellschaften zu finden, die bereit sind, in das Unternehmen zu investieren. Viele Gesellschaften geben eine Untergrenze von 50 Millionen Euro für den Jahresumsatz des Unternehmens an, in das sie investieren. Generell sollte man sich nicht von den Werbeaussagen von Private Equity Gesellschaften blenden lassen, die sehr gerne verkünden, dass Sie in den deutschen „Mittelstand“ investieren. Mitunter werden hierunter Unternehmen mit bis zu einer Milliarde Marktkapitalisierung verstanden – eine weite Auslegung des Begriffs „Mittelstand“. Manche M-Dax Unternehmen sind weniger wert.

Das zweite Hindernis besteht darin, dass bestimmte Branchen von Private Equity nahezu ausgeschlossen bleiben. Aufgrund der hohen Verschuldung werden stabile, reife Branchen mit stetigen Einzahlungsüberschüssen benötigt. Eher zyklische Branchen wie das Baugewerbe und weite Teile des Maschinenbaus sind für Private Equity Investitionen nicht geeignet.

Zudem, drittens, ist Private Equity nur in bestimmten Entwicklungsphasen von Unternehmen sinnvoll. Dies ist etwa dann der Fall, wenn die Nachfolge des Unternehmers oder der Unternehmerin nicht innerhalb der Familie gesichert ist, oder es um die Abspaltung von Unternehmensteilen aus einem Konzern geht. Die Phase der Private Equity Finanzierung dient in letzterem Fall auch dazu, aus einer Abteilung ein eigenständiges Unternehmen zu formen. Schließlich bleiben Wachstumsfinanzierungen, wenn klare und vergleichsweise sicher zu erreichende Wachstumsziele finanziert werden sollen. Auch hier muss eine klare Perspektive für den Ausstieg des Investors nach mehreren Jahren existieren.

Letztendlich gehen Private Equity Unternehmen nur selten Minderheitsbeteiligungen ein. Als wichtigstes Hindernis für den Einsatz von Private Equity in Unternehmen gilt der Verlust der Handlungsfreiheit und der Entscheidungsgewalt des Managements (vgl. TEC 2007). Oft wird von Seiten der Eigentümer und des Managements gewünscht, dass Private Equity Investoren sich so ähnlich wie Banken verhalten sollten – Geld geben und machen lassen. Für diese Manager gibt es Neuigkeiten: Private Equity bedeutet nicht, dass man dem Private Equity Gesellschaften „Mitsprache“ bei unternehmerischen Entscheidungen einräumen muss. Private Equity bedeutet, dass die totale Kontrolle der Entscheidungen beim neuen Gesellschafter liegt. Das Unternehmen befindet sich in der Regel fast vollständig im Eigentum der Private Equity Gesellschaft. Es geht nicht um Mitsprache, es geht um das alleinige Sagen.

7. Fazit

Private Equity ist für mittelgroße Unternehmen in einigermaßen stabilen Branchen in den Phasen des Eigentümerwechsels ein geeignetes Instrument. Private Equity schafft Liquidität auf dem „Markt für Unternehmen“ und ist ein sehr fordernder Eigentümer. Private Equity ist keine Finanzierungsquelle und somit auch keine generelle Lösung für das Problem der schwachen Eigenkapital-Ausstattung insbesondere des kleineren Mittelstands.

Möglicherweise ist der größte Einfluss, den Private Equity auf die breite Masse mittelständischer Unternehmen ausüben kann, ein Mentalitätswandel. Viele börsennotierte Unternehmen kopieren mittlerweile die Maßnahmen von Private Equity Investoren: Sie nehmen Kredite auf, um Aktienrückkäufe zu tätigen; bei Zukäufen (Mergers & Acquisitions) wird verstärkt auf die Rendite geachtet; der Aufsichtsrat wird als strategischen Ideengeber verstanden, und die Anreize des Managements werden mit denen der Aktionäre stärker in Einklang gebracht. In dieser Art und Weise könnte auch ein Wandel im Mittelstand eintreten. Durch die Auseinandersetzung mit – möglichen – Private Equity Investoren könnte der Fokus weg von der technologiegetriebenen Entwicklung hin auf mehr Markt-

orientierung bei stärkerer Kostenkontrolle und höherer Rentabilität gelegt werden. Das wäre nicht wenig.

Literatur

- Cao, Jerry und Lerner, Josh (2006): The Performance of Reversed Leveraged Buyouts, Harvard University, working paper
- CMBOR – Centre for Management Buy-Out Research (2007): Private Equity and Buy-outs: Jobs, Leverage, Longevity and Sell-offs, Nottingham
- Deutsche Beteiligungs AG und Finance-Magazin (2004): Economic Impact of Private Equity in Germany -- Zur volkswirtschaftlichen Relevanz von Buy-out-Investitionen in Deutschland – eine empirische Analyse, Frankfurt
- European Venture Capital Association (2005): Employment Contribution of Private Equity and Venture Capital in Europe, Brussels
- European Venture Capital Association (2007): Strategic Priorities 2007-2008, Evolution of private equity vs public markets in Europe, Presentation, Brussels
- Farrell, Diana / Lund, Susan / Gerlemann, Eva / Seeburger, Peter (2007): The new power brokers: how Oil, Asia, Hedge Funds, and Private Equity are shaping global capital markets, McKinsey Global Institute
- Frommann, Holger und Dahmann, Attila (2005): Zur Rolle von Private Equity und Venture Capital in der Wirtschaft, Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften, Berlin
- Groh, Alexander P. und Gottschalg, Oliver (2006): The Risk-Adjusted Performance of US Buyouts, SSRN working paper 876273
- Kaplan, Steven N. und Schoar, Antoinette (2005): Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows, Journal of Finance Vol. LX (4), S. 1791-1823
- Mayo, Mike und Fischer, Matthew (2007): Alternative Asset Managers, Deutsche Bank Global Markets Research
- Metrick, Andrew und Yasuda, Ayako (2007): The Economics of Private Equity Funds, SSRN working paper 996334
- TEC (2007): TEC Survey Herbst 2007 – Alternative Finanzierungen im Mittelstand, Wiesbaden
- ver.di (2007): Finanzkapitalismus – Geldgier in Reinkultur!, Wirtschaftspolitik Ausgabe Oktober 2007
- Wright, Mike / Burrows, Andrew / Ball, Rod / Scholes, Louise / Meuleman, Miguel / Amess, Kevin (2007): The Implications of Alternative Investment Vehicles for Corporate Governance – A Survey of Empirical Research, OECD Report

ⁱ Die Abbildung zeigt nur einen schematischen Überblick. Die tatsächliche rechtliche Konstruktion umfasst schnell zehn und mehr Gesellschaften.

ⁱⁱ Venture Capital, die Finanzierung von ganz jungen und risikoreichen Unternehmen, ist hier nicht Gegenstand der Betrachtungen.

ⁱⁱⁱ Das EBITDA (Earnings before Interest, Tax, Depreciation and Amortization), also der Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen ist die Gewinnkenngröße, an der sich Private Equity Gesellschaften üblicherweise orientieren.

Working Paper Series: Finance & Accounting

- No.182: **Michael H. Grote / Fabian Rücker**, Acquiring foreign firms far away might be hazardous to your share price: evidence from Germany, August 2007
- No.181: **Christian Laux / Volker Laux**, Board Committees, CEO Compensation, and Earnings Management, March 2007
- No.180: **Christian Laux / Alexander Muermann**, Mutual versus Stock Insurers: Fair Premium, Capital, and Solvency, April 2007
- No.179: **Frederic Boissay / Reint Gropp**, Trade Credit Defaults and Liquidity Provision by Firms, Mai 2007
- No.178: **Raimond Maurer / Olivia S. Mitchell / Ralph Rogalla**, The Victory of Hope over Angst? Funding, Asset Allocation, and Risk-Taking in German Public Sector Pension Reform, April 2007
- No.177: **Michael H. Grote** , Foreign banks' attraction to the financial centre Frankfurt – a 'u'-shaped relationship, April 2007
- No.176: **Marcel Marekwica / Raimond Maurer**, How unobservable Bond Positions in Retirement Accounts affect Asset Allocation, März 2007
- No.175: **Reint Gropp / Marco Lo Duca / Jukka Vesala**, Cross-Border Bank Contagion in Europe, Februar 2007
- No.174: **Wolfram J. Horneff / Raimond Maurer / Michael Stamos**, Optimal Gradual Annuitization: Quantifying the Costs of Switching to Annuities, Februar 2007
- No.173: **Reint Gropp / Arjan Kadareja**, Stale information, shocks and volatility, Februar 2007
- No.172: **Michael H. Grote / Florian Kube / Michael Küchen**, „Home, sweet home“- Die Entwicklung des Handelsvolumens deutscher Aktien im Ausland, Dezember 2006
- No.171: **Christina E. Bannier/ Dennis N. Hänsel**, Determinants of Banks' Engagement in Loan Securitization, October 2006
- No.170: **Marcel Marekwica/ Raimond Maurer**, Proof that it is not always optimal to locate bonds in a tax-deferred Account, September 2006
- No.169: **Marcel Marekwica/ Raimond Maurer/ Steffen Sebastian**, Asset Meltdown – Fact or Fiction?, August 2006
- No.168: **Steffen Sebastian/ Marcel Tyrell**, Open-End Real Estate Funds: Danger or Diamond?, May 2006
- No.167: **Grigori Feiguine**, Rentenreform in Russland – heutiger Stand und Entwicklungsperspektiven im internationalen Vergleich, May 2006
- No.166: **Tatiana Sedash**, Mutual Fund Investing – One of the Main Ways of Saving for Retirement in Russia, May 2006
- No.165: **Christina E. Bannier (geb. Metz)/ Falko Fecht/ Marcel Tyrell**, Open-End Real Estate Funds in Germany – Genesis and Crises, May 2006

For a complete list of working papers please visit

www.finance.uni-frankfurt.de