
Wirtschaftsrat der CDU, Sektion Düsseldorf

Industrie-Club Düsseldorf

Düsseldorf, 25.02.2013

- Prof. Dr. Dieter H. Vogel -

Private Equity – Anspruch und Wirklichkeit

Meine Damen und Herren,
danke für die Einladung, der ich gerne nachgekommen bin.

Es ist nicht ganz leicht, ein Finanzprodukt wie Private Equity spannend, unterhaltsam und gleichzeitig nahe an der Wirklichkeit darzustellen. Zuletzt ist das Richard Gere im Film "Pretty Woman" überzeugend gelungen. Jeder hat den 1990 gedrehten Streifen gesehen: Gutaussehender, smarter Firmenjäger bietet der bezaubernden Julia Roberts als Mädchen aus – sagen wir – einfachen Kreisen eine Karrierechance, die sie beherzt nutzt. Sie hilft ihm beim Gelingen einer Private-Equity-Transaktion. Und er verhilft ihr zu sozialem Aufstieg. Ein Happy End mit Freudentränen. Doch der Ruf von Private Equity als romantische Asset-Klasse insbesondere in Deutschland war nicht von Dauer. In Gewerkschaftskreisen rumorte es schon eine Weile. Die beschleunigte Gangart bei Private-Equity-Beteiligungen gefiel nicht jedem. Der Paukenschlag kam 2005.

Die Armaturen-Firma Grohe, im sauerländischen Hemer zu Hause, war von zwei Private-Equity-Fonds übernommen worden. 800 Mitarbeiter sollten wegen schlechten Geschäftsgangs entlassen werden. Franz Müntefering, damals SPD-Vorsitzender (ab 2004), war über den Vorgang in seinem Wahlkreis wenig erbaut. In seinem historischen Vortrag bei der Friedrich-Ebert-Stiftung im April 2005 holte er die ganz große Keule heraus: "Private-Equity-Firmen sind wie Heuschrecken. Sie fallen über Landstriche (Er meinte Unternehmen) her, grasen alles ab (Er meinte: Sie plündern die Unternehmen völlig aus) und machen sich vollgefressen unter Hinterlassen verbrannter Erde davon. (Er meinte: Nach Auslöschung des Unternehmens und Mitnahme eines dicken Gewinns)

Meine Freude, selbst ein solch possierliches Tierchen zu sein, hielt sich in Grenzen. Hatte ich doch nach 5 Jahren meiner Tätigkeit im Private-Equity-Bereich ein ganz anderes Selbstverständnis. Meiner persönlichen Wertschätzung für Franz Müntefering tat das aber keinen Abbruch. Als Bahn-Aufsichtsratschef hatte ich ihn als ausgesprochen kompetenten Verkehrsminister kennengelernt.

Aus der Verteufelung von Private Equity ist in der Folge keine große Liebe seitens des linken Spektrums in Deutschland geworden. Aber doch eine vorsichtige Annäherung an eine realistischere Einschätzung.

Ausgerechnet im Krisenjahr 2009 meldete sich die SPD-nahe Friedrich-Ebert-Stiftung wieder zu Wort. Ihr Arbeitskreis Mittelstand, sichtlich geschockt von der Kreditklemme durch die Bankenkrise und von den Entlassungswellen der Konzerne, konstatierte: Mittelständische Unternehmen sollten sich verstärkt auf den Beteiligungsmarkt, sprich Private Equity, konzentrieren, einen Markt, der eine attraktive Alternative zu Unternehmenskrediten der Banken biete. Fast schon ein revolutionärer Schwenk.

Während die Marktteilnehmer zunehmend eine realitätsbezogene Haltung zum Thema Private Equity einnahmen, taten und tun sich Teile der Politik und Presse weiter schwer. Jede der an zwei Händen abzuzählenden Pleiten von Firmen im Eigentum von Private-Equity-Fonds in den letzten zehn Jahren, bei tausenden von Pleiten von Unternehmen insgesamt, wird schnell zur Abrechnung mit dem in den Hinterköpfen ungeliebten System Private Equity genutzt.

Zurück zu den Fakten: Wie sieht es heute mit Grohe aus, dem Stein des Anstoßes für Franz Müntefering in 2005? Das Unternehmen hat seither eine gezielte Expansionspolitik betrieben, ist global bis hin nach Asien sehr gut aufgestellt und steht als stabiler Arbeitgeber insgesamt glänzend da. Manche werden es bedauern, dass Grohe als Heuschreckensymbol beim besten Willen nicht mehr taugt. Dennoch: Die internationale Politik zieht das Feindbild immer wieder einmal aus der Schublade, zuletzt im US-Präsidentschafts-Wahlkampf. Die "Welt am Sonntag" titelte in der heißen Phase: "Darf eine Heuschrecke mächtigster Mann der Welt werden?" Gemeint war natürlich Mitt Romney, der vom Barak-Obama-Lager für seine Vergangenheit als Private-Equity-Investor gegeißelt wurde. Die Diskussion war nicht gerade hilfreich für Mitt Romney, wie das Wahlergebnis zeigt. Aber auch die "Welt am Sonntag" kam in ihrer umfangreichen Recherche zu dem Schluss: Bain Capital, der früher von Mitt Romney geführte Fonds, hat exzellente Ergebnisse erzielt und Rezessionsphasen für seine Anleger und die Mitarbeiter seiner Beteiligungsfirmen besser bewältigt als Vergleichs-Unternehmen der jeweiligen Branchen. Aber was heißt das schon: In der Politik zählen eben nicht Tatsachen sondern Meinungen über angebliche Tatsachen.

Die empirische Wissenschaft bestätigt das wahre Bild: Die kürzliche Auswertung von 1.800 M&A-Transaktionen von Private-Equity-Firmen durch die School of Management in Paris hat ergeben: Hinweise, dass die Private-Equity-Branche systematisch Arbeitsplätze vernichtet, gibt es nicht. Im Gegenteil: Private-Equity-Investoren retten in Rezessionsphasen mehr Jobs als andere Investoren.

Versuchen wir doch einmal, unsere eigene Erinnerung an die Pleiten, Werksschließungen und massiven Personalreduzierungen der jüngsten Zeit zu bemühen und siehe da, wir finden das alles bestätigt.

Nach der Übernahme der Edelstahlsparte von ThyssenKrupp streicht der Erwerber Outokumpu die deutsche Produktion zusammen. 550 Mitarbeiter in Bochum, 450 Mitarbeiter in Krefeld. Der Strukturwandel trifft Bochum besonders hart. Nokia stellte dort die Handy-Produktion ein. 2.300 Mitarbeiter verloren ihren Job. Opel hat die Schließung seines Bochumer Werkes mit 3.000 Mitarbeitern angekündigt. Fujitsu hat gerade einen massiven Stellenabbau von mehreren Hundert Arbeitsplätzen in Deutschland erklärt, ebenso wie ThyssenKrupp, das einen Stellenabbau um mindestens 3.600 Jobs im Stahlsektor angekündigt hat. E.ON reduziert gerade um 11.000 Stellen. Siemens hat in den letzten 3 Jahren 17.000 Stellen abgebaut bzw. deren Abbau angekündigt. Hewlett Packard schließt das Werk Rüsselsheim und meldet den Abbau von 1.100 Mitarbeitern. Lufthansa baut 17.000 Stellen ab, Air Berlin streicht 900 Arbeitsplätze. Sal. Oppenheim war nur durch einen Kraftakt der Deutschen Bank zu retten, die ihrerseits den Abbau von zunächst 2.000 Arbeitsplätzen bestätigt.

Auch die größeren Pleiten und Abwicklungsfälle sind uns noch im Gedächtnis: Schlecker, Müller Brot, Nürburgring, Q-cells, Neckermann, Interlübke, Frankfurter Rundschau, Financial Times, Arcandor. Ich könnte die Liste der Opfer des unterbliebenen rechtzeitigen Strukturwandels und des dafür verantwortlichen Managementversagens beliebig fortsetzen.

Sie sehen: Es tauchen viele renommierte deutsche Konzernnamen auf. Auch Familienunternehmen (wie Schlecker, Müller Brot, Interlübke) sind dabei. Es taucht die Politik auf (wie am Nürburgring). Selbst die Parteien tauchen auf (wie die SPD bei der Frankfurter Rundschau). Nur: Private-Equity-Gesellschaften sind nicht dabei. Seltsam!

Größer, meine Damen und Herren, könnte der Kontrast zwischen Image und Wirklichkeit nicht sein.

Ein kurzes Licht auf die volkswirtschaftliche Bedeutung von Private Equity:

Im Durchschnitt sind im 1. Jahrzehnt des neuen Jahrtausends in Deutschland jährlich etwa 100 Transaktionen im Wert von jeweils rund 15 Milliarden Euro und einem Umsatz von jeweils rund 20 Milliarden Euro durch Private-Equity-Fonds erfolgt. Anschaulicher ausgedrückt: Private Equity generiert in Deutschland Jahr für Jahr einen neuen Dax-Konzern.

Noch beeindruckender sind die Zahlen im Weltmaßstab. 2007, in ihrem bisher besten Jahr, erzielte die Private-Equity-Branche ein Transaktionsvolumen von 3.000 Milliarden USD, die gleiche Größenordnung wie das Brutto-Sozialprodukt Deutschlands zum damaligen Zeitpunkt. Nach der Finanzkrise, in der Auguren wieder einmal das Ende des Private-Equity-Modells prognostiziert hatten, stiegen die Beteiligungserwerbe weltweit wieder zügig an und erreichten 2012 nahezu das Niveau der Vor-Lehman-Zeit.

Der volkswirtschaftliche Nutzen von Private Equity ist mittlerweile in Wissenschaft und Praxis unbestritten. In Deutschland werden heute etwa 5.000 Firmen mit mehr als einer Million Beschäftigten von Private-Equity-Investoren geführt.

Kommen wir zur Perspektive des Anlegers. Es fällt in der Tat auf: Private Equity ist als Asset-Klasse für seine Anleger erstaunlich erfolgreich, deutlich erfolgreicher als es Aktien börsennotierter Unternehmen für ihre Aktionäre sind, von festverzinslichen Wertpapieren ganz abgesehen.

Konzerne, die nicht zu ihren Kerngeschäften zählende Tochtergesellschaften an Private-Equity-Investoren veräußern, müssen immer wieder feststellen, dass diese ehemaligen Töchter plötzlich aufblühen und weit ertragreicher sind als unter ihrer eigenen Ägide. Spätestens dann, wenn die einstigen Konzerntöchter zum 3- oder 4-fachen Wert des beim Kauf eingesetzten Eigenkapitals einige Jahre später weiterveräußert oder an der Börse platziert werden, wird dieser Erfolg sichtbar. Dabei haben die Konzerne doch beim Verkauf über Auktionen oder selektive Verhandlungen alles dafür getan, dass die Veräußerungen zum besten Marktwert erfolgten.

Warum ist das so? Sicher nicht, weil Private-Equity-Investoren im Gegensatz zu strategischen Investoren ihre Unternehmen ausbeuten und dann verbrannte Erde hinterlassen. Niemand wird im Ernst glauben, dass diejenigen, die einem Private-Equity-Investor beim Weiterverkauf seines Investments den 3- oder 4-fachen Preis zahlen, den er selbst zu entrichten hatte, dies tun, weil das Unternehmen ausgeblutet und ohne Zukunft ist? Natürlich nicht! Nein! Das Unternehmen ist nach drei – fünf Jahren im Eigentum eines Private-Equity-Investors schlicht um ein

Vielfaches wertvoller geworden und ganz offensichtlich ein weit begehrteres Objekt als zuvor. Dass ein wertvolleres Unternehmen für Mitarbeiter in aller Regel auch ein sichereres Unternehmen ist, versteht sich von selbst.

Ein gutes Beispiel ist die Brenntag AG, von der Deutschen Bahn 2004 für 1,3 Mrd. Euro an Bain Capital verkauft, später weiterverkauft an den Private-Equity-Fonds BC Partners. Aus dem ursprünglichen Eigenkapitaleinsatz von Bain in Höhe von etwa 500 Mio. Euro ist bis heute ein Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von rund 6 Mrd. Euro geworden, eine Wertsteigerung um das 12-Fache.

Manche behaupten ja, Private Equity wäre deshalb so erfolgreich, weil mittlerweile die besten Manager der Großindustrie dorthin abgewandert wären. Das würde mir und einigen meiner Kollegen schmeicheln und ist schon deshalb eine unzulässige Verallgemeinerung. Aber im Ernst. Die Private-Equity-Branche ist längst starker Anziehungspunkt der talentiertesten Abgänger der Business Schools geworden und rangiert in den Statistiken für Nachwuchsmanager neben den Top-Beratungsfirmen ganz vorne bei ihrem Berufswunsch.

Aber! Die hohen Renditen und das außergewöhnliche Wachstum der Fonds über nunmehr schon viele Jahre hinweg, gute und schlechte Zeiten eingeschlossen, lassen vermuten, es könnte sich vielleicht doch um strukturelle oder methodische Eigenschaften handeln, die von Private-Equity-Firmen geführte Unternehmen gegenüber den traditionellen Marktteilnehmern auszeichnen. Die Vermutung ist richtig.

Hier nun die wichtigsten Gründe, warum sich Unternehmen im Eigentum von Private-Equity-Investoren in vielen Fällen so viel besser entwickeln als klassische Unternehmen:

Erster Punkt, die Organisation:

Wie sieht stark vereinfacht der typische Konzern aus? Er ist hierarchisch aufgebaut und agiert hierarchisch. Die Steuerung erfolgt zentral. Die Einhaltung der Formalien steht ganz weit vorn. Keine Fehler, keine Risiken, ist die Devise. Der Vorstand agiert strategisch und ist recht weit entfernt vom Tagesgeschehen. Er hat viel mit Aufsichtsräten zu tun, mit Hauptversammlungen, mit der Einhaltung von Corporate-Governance- und Compliance-Regeln, mit der Presse und Investor Relations und nicht zuletzt mit Repräsentation.

Anders bei Private-Equity-Investments. Das Fonds-Management arbeitet auf einer Hierarchiestufe mit dem Management der Beteiligung zusammen. Hautnah, im Grunde wie im privaten Mittelstand. Die Ebene Aufsichtsrat besteht, wo sie formal notwendig ist, hat faktisch aber kaum Bedeutung, zumal die meisten Beteiligungen in Form einer GmbH geführt werden.

Ziele und Strategien werden vom Fonds- und Unternehmensmanagement gemeinsam erarbeitet. Risiken werden gemeinsam sorgsam abgewogen, aber dann auch bewusst gemeinsam getragen. Entscheidungen fallen schnell und auf kurzem Weg. Lange Ausarbeitungen sind verpönt. Die Umsetzung folgt auf dem Fuße. Die operative Verantwortung liegt uneingeschränkt dezentral in der Hand des Managements, das aber einem sehr strikten Controlling unterliegt. Alle

Vorgänge sind transparent. Man informiert sich gegenseitig tagesbezogen. Es gibt keine Heimlichkeiten, kein Beiwerk, keine Politik, keine faulen Kompromisse. Prestigeverhalten, Ämter, Orden, Titel, Machtsymbole spielen keine Rolle.

Alles ist auf die systematische Erhöhung des Unternehmenswertes ausgerichtet. Das, was nicht nachweisbar diesem Ziel dient, wird nicht angefasst.

Zweiter Punkt, der Umgang mit dem Faktor Kapital:

Konzerne finanzieren Beteiligungen klassisch, d. h. mittels Konzernfinanzierung, aus dem großen Topf sozusagen. So wird Kapital, gleich ob Eigenkapital oder Fremdkapital, in den Beteiligungsunternehmen von Konzernen meist nicht als knappes Gut angesehen.

Anders bei Private-Equity-Investoren. Hier wird die Finanzierung projektbezogen strukturiert, genauestens angepasst an den Business-Plan. Eigen- und Fremdkapitaleinsatz werden sorgsam abgewogen. Konsequenz ist, dass Private-Equity-Manager stringentes Kapitalmanagement betreiben, mit dem Fremdkapital und erst recht mit dem Eigenkapital.

Der extreme Blick auf die Kassenlage hat mich immer stark an solides deutsches Mittelstandsverhalten erinnert.

Und schließlich **das dritte Kriterium**, einer der wohl wichtigsten Punkte für den Erfolg der Asset-Klasse Private Equity:

Die **unmittelbare Kapitalbeteiligung des Unternehmensmanagements**. Fonds-Investoren und Unternehmensleitung: Alle sind als Eigentümer, als Principal eingebunden in die gleichen Chancen, die gleichen Risiken und die gleiche Haltezeit des Investments. Sie mögen denken: Aktienoptionen, wie sie Vorstände von börsennotierten Aktiengesellschaften erhalten, zielen doch in die gleiche Richtung. Tun sie aber nicht. Sie haben keine Downside, wie sie die Aktionäre selbst haben und jeder kann verkaufen, wann er will. Interessengleichheit also zwischen Managern und Eigentümern? Fehlanzeige.

Divergenz der materiellen Interessen innerhalb des Aktionärskreises und des Managements hier und völlige Gleichrichtung dieser Interessen aller Beteiligten dort. Man ahnt, was besser ist.

Der vierte Vorzug für Private Equity liegt im **Transaktionsprozess beim Erwerb einer Unternehmensbeteiligung**. Nur wenige traditionelle Unternehmen verhalten sich in allen Phasen eines M&A-Prozesses so professionell und rational wie ein Private-Equity-Investor.

Das fängt mit einer klaren Festlegung der Akquisitionsstrategie und einem systematischen Screening des Marktes an, setzt sich mit der professionellen Due Diligence in allen relevanten Kategorien fort, einschließlich der finanziellen Modellierung des Investment-Cases, dem sich eine ebenso professionelle Verhandlung des Kaufvertrags und der Finanzierungsverträge anschließt.

Die branchenübliche Relation von 10 - 20 untersuchten Deals zu einem realisierten Deal sagt zur Qualität des Auswahlprozesses im Grunde alles.

Ja, es gab in der Vergangenheit auch Private-Equity-Firmen, die Unternehmen beim Erwerb exzessiv verschuldet haben. Abgesehen davon, dass diese Zeiten angesichts der Zurückhaltung des Fremdkapitalmarkts vorbei sind, war das nie meine Private-Equity-Welt und eher eine Minderheit in der Branche. Die große Mehrheit führt ihre Beteiligungen mit einer Eigenkapitalquote zwischen 30 % und 40 % und weist damit weniger Fremdkapital auf als der Durchschnitt des deutschen Mittelstands.

Keinerlei Anlass also für die negativen Schlagzeilen zum Stichwort Private Equity? Die Debatte ist, wie wir gesehen haben, politisch-ideologisch motiviert und zudem begrifflich unscharf. Das Produkt Private Equity ist in der Tat alles andere als eine Bedrohung.

Eine Bedrohung sind vielmehr missbräuchliche Verhaltensweisen von Managern in Unternehmen, die den Ansprüchen an unternehmerische Fähigkeit, vor allem aber an Moral und Integrität nicht genügen. Die gibt es überall: bei Konzernen, aber natürlich auch bei Unternehmen, die Eigentum von Private-Equity-Investoren sind. Nur, dort fallen sie sehr viel schneller auf und werden sehr viel schneller bereinigt.

Natürlich kennen auch Private-Equity-Fonds geschäftliche Fehlentwicklungen. Eine solche typische Fehlentwicklung resultierte aus der Bezahlung von zu hohen Kaufpreisen, die der eine oder andere Fonds unter Missachtung der Regeln des Geschäfts aus dem

Anlagedruck voller Kassen heraus in der Boomphase von 2005 - 2007 gezahlt hat.

Die Konsequenz waren dann in diesen Fällen zum Teil recht rigorose Kosten- und Strukturschnitte, welche die Mitarbeiter hart getroffen haben. Aber das unterscheidet Private Equity nicht von konventionellen Investoren, die ähnlich gehandelt haben. Auch Private Equity kann dem Anspruch eines Ideals, nämlich so zu sein, wie es sein könnte, wenn es nicht so wäre, wie es ist, nicht genügen.

Ein pauschaler Tadel für Private Equity ist aber völlig unangebracht. Wir sollten es vielmehr begrüßen, dass Private-Equity-Fonds dazu beitragen, die deutsche Wirtschaft von Verkrustungen zu befreien und wettbewerbsfähiger am Weltmarkt zu machen.

Meine Damen und Herren,
sollte jemand von Ihnen zu den Verführten politischer Polemik über Private Equity und deren medialer Überhöhung gehört haben, hoffe ich, ihn ein wenig bekehrt zu haben. Und diejenigen, die ohnehin schon von Private Equity überzeugt waren und vielleicht sogar zufriedene Investoren in dieser Asset-Klasse sind, kann ich nur bitten, weiterhin mit mir das Loblied von Private Equity zu singen. Ich denke, Private Equity hat das alles in allem verdient.