

Public versus Private Equity

Börsen-Zeitung, 23.10.2013
Wer Erkenntnisse über künftige Kapitalmarktentwicklungen gewinnen will, blickt seit jeher zuerst in die USA. Meist ist es nur eine Frage der Zeit, bis die dort feststellbaren Tendenzen auch bei uns spürbar werden. Dies gilt sowohl für kurzfristige wie für langfristige Entwicklungen, wobei letztere wegen der längeren Beobachtungszeiten schwieriger auszumachen sind.

Dies erklärt vermutlich, warum eine innerhalb der vergangenen zwei Jahrzehnte fast unmerklich eingetretene, dafür aber umso frappierendere Marktentwicklung hierzulande noch keine größere Aufmerksamkeit gefunden hat: Von 1990 bis einschließlich 2012 ist laut Weltbank-Statistik die Zahl der börsennotierten Unternehmen in den USA um 38% eingebrochen (von 6599 auf 4102).

Im Zwielflicht

Legt man das noch vom New-Economy-Boom geprägte Jahr 1997 zugrunde, beträgt der Rückgang sogar 53,6%. Damit nicht genug: Bei Börsengängen hat es einen Einbruch um nahezu 70% zum Durchschnittswert der Vergleichszeit 1980 bis 2000 geben. Korrespondierend zu dem von namhaften US-Wissenschaftlern als fundamental angesehenen Rückgang der Public Corporations gibt es eine bis heute andauernde, scheinbar unauffhaltsame Hinwendung zu inhabergeführten, meist außerbörslichen, in der Rechtsform der Partnership organisierten Unternehmen, unter denen Private Equity als bedeutendste Teilgruppe hervorsteht.

Der amerikanische Ökonom Gerald Davis spricht in einem wissenschaftlichen Beitrag von „Twilight of the Berle and Means Corporation“. Darin kündigt er den Niedergang der managementdominierten Publikumsgesellschaft an, welche die amerikanische Wirtschaft seit den 1930er Jahren prägte und für

die paradigmatisch das Standardwerk „The Modern Corporation and Private Property“ der Rechtsprofessoren Berle und Means aus dem Jahr 1932 steht. Davis greift damit die berühmte These des Harvard-Ökonomen Michael Jensen auf, die dieser in dem 1989 formuliert hatte – die Ablösung der Public Corporation als dominanter gesellschaftsrechtlicher Organisationsform durch inhabergeführte Unternehmensformen, welche er insbesondere in den als fokussierte, kleine Personengesellschaften strukturierten Private-Equity-Fonds idealtypisch verwirklicht sah.

Inhaber und Manager

Wichtigstes Argument für den von ihm prophezeiten Niedergang der Public Corporation sei deren Unfähigkeit, das „Principal-Agent-Problem“ zu bewältigen, das von Jensen zusammen mit William Meckling 1976 erstmals formuliert worden war. Danach bietet eine Public Corporation, in der die Anleger das Kapitalrisiko für die vom Management unabhängig geführten Geschäfte tragen, anders als inhabergeführte Unternehmen für die Manager wesentliche Anreize, den erwirtschafteten Cash-flow auch unter Vernachlässigung von Effizienzgesichtspunkten zum Zwecke der Expansion (Empire Building) einzusetzen, da dies in der Regel mit erhöhtem Sozialprestige oder auch einer größenabhängigen Steigerung des Gehaltsniveaus einhergeht.

Im Einklang

Als wichtigste Gründe für die Jensens These zunehmend bestätigende Kapitalmarktentwicklung werden heute im Wesentlichen folgende Faktoren angeführt: Zunächst gilt der Versuch, Management- und Eigentümerinteressen durch den umfassenden Einsatz von Stockoptions und anderen Formen aktienbasierter Vergütungen miteinander in Einklang zu

bringen, wegen der vielfältigen Möglichkeiten des Managements, die zugrundeliegenden Messwerte zu beeinflussen, mittlerweile als gescheitert. Darüber hinaus bewiesen die Megainsolvenzfälle Enron, World-



Hans-Jochen Otto

Partner der Anwaltssozietät Otto Mittag Fontane

com und andere, dass das Risiko des Empire Building sich nicht nur auf Effizienzverluste beschränkt, sondern dass auch massive kriminelle Energie und daraus resultierende Schäden von unter Umständen enormem Ausmaß eine reale Bedrohung darstellen.

Mehr Regulierung

Letzteres führte wiederum zu einer außerordentlichen Intensivierung staatlicher Regulierung (unter anderem Sarbanes Oxley Act) mit umfassenden, oft strafbewehrten Eingriffen in unternehmensinterne Abläufe. Die mit der Einhaltung der regulatorischen Anforderungen einhergehende Bindung von Managementressourcen geht nach Aussage von Unternehmensführern zulasten der langfristigen Planung, was an sich börsenreife Unternehmen zunehmend von IPOs abhält. Angeblich ging etwa Facebook erst an die Börse, nachdem dies wegen Überschreitens einer für private Unternehmen vorgegebenen Höchstzahl von Anteilseignern unausweichlich geworden war.

Zum erheblichen Verbrauch von Managementressourcen durch Regu-

lierung kommen als weitere Faktoren noch das durch die Quartalsberichterstattung erzwungene Denken in Dreimonatszeiträumen sowie die Aktivitäten mancher Hedgefonds hinzu, die sich eine oft aggressive Wahrnehmung von Eigentümerinteressen auf die Fahnen geschrieben haben, dabei aber nicht selten nur kurzfristige Anlageinteressen verfolgen.

So werden die zur Überwindung des Principal-Agent-Problems aufgefahrene Abwehrwaffen sowohl des Staates wie auch der Eigentümer ihrerseits zum Teil des Problems.

Mit den Worten „Companies are like jets; the elite go private“ wurde in London der sich abzeichnende Trend zusammengefasst, der unter anderem auch dazu führt, dass börsennotierte Unternehmen mit Bedarf nach langfristigen Strukturkonzepten zu Kandidaten für ein Private-Equity-geführtes Delisting werden, wie zuletzt der Computerhersteller Dell oder hierzulande die Douglas Holding. In der Tat umfasst die Planung von Private Equity über die reine Beteiligungslaufzeit von in der Regel vier bis sieben Jahren hinaus zwangsläufig auch einen erheblichen Teil des im Exit-Zeitpunkt beginnenden Planungszeitraums eines potenziellen Erwerbers, so dass der Gesamtplanungshorizont überschlägig mit beachtlichen acht bis zehn Jahren angesetzt werden kann.

Mit dem Mittelstand voraus

In Deutschland ist der amerikanische Trend von Public zu Private Equity noch nicht sonderlich stark spürbar, was auch der Tatsache geschuldet sein dürfte, dass hierzulande mehr als die Hälfte des Bruttoinlandsprodukts bereits von inhabergeführten, meist nicht börsennotierten Unternehmen des Mittelstands erwirtschaftet wird: eine Konstellation, in der deutsche Marktstrukturen dem amerikanischen Trend ausnahmsweise voraus zu sein scheinen. Das im Vergleich zu den USA ge-

ringere volkswirtschaftliche Gewicht der börsennotierten Unternehmen ist zum Beispiel am Anteil der Marktkapitalisierung gelisteter Unternehmen am Bruttoinlandsprodukt ablesbar, welcher in den USA 104%, in Deutschland dagegen gerade 33% beträgt.

Außerbörslicher Markt

Vor diesem Hintergrund sind stärkere Verschiebungen von Public zu Private Equity in Deutschland kaum zu erwarten. Manches spricht jedoch dafür, dass es in der Inhaberstruktur nicht notierter Unternehmen eine Erhöhung des auf Private-Equity-Fonds entfallenden Anteils geben wird.

Dies folgt einerseits aus dem Bedarf mittelständischer Unternehmen und ihrer Gesellschafter nach einem funktionierenden außerbörslichen Markt für ihre Beteiligungen sowie nach alternativen Finanzierungsstrukturen in immer kompetitiver werdenden internationalen Märkten.

Insbesondere bieten aber Private-Equity-Fonds für deutsche institutionelle Investoren wie Versicherungen, Versorgungswerke angesichts negativer Realzinsen die dringend benötigte Möglichkeit, an der Wertschöpfung des Mittelstandes zu partizipieren, was im Übrigen auch den Vorteil hätte, dass Veräußerungsgewinne der deutschen Altersvorsorge zugutekommen und im Inland versteuert werden.

Der Gesetzgeber wäre daher gut beraten, entsprechende Investments deutscher institutioneller Anleger nicht durch überspannte Anforderungen an die Eigenkapitalunterlegung zu erschweren und durch die mit Umsetzung der AIFM-Richtlinie bewirkte Bürokratisierung und Verteuerung des Private-Equity-Geschäfts mittelständisch ausgerichtete Fonds nicht zu überfordern, zumal wenn diese je nach Reaktion ihrer Investoren von den größenabhängigen Befreiungsmöglichkeiten keinen Gebrauch machen können.