

1

Die volkswirtschaftliche Bedeutung von Private Equity

Ulrich Blum

1.1 Eigenkapital und Private Equity

1.1.1 Begriff und Einordnung

Das Erfordernis von Eigenkapital ist an die Existenz von Unternehmen und das Vorhandensein von Risiko geknüpft, das vom Unternehmen getragen werden muss, sich also nicht diversifizieren lässt. Dabei spielen die Kostenstrukturen eine herausragende Rolle, insbesondere die Fähigkeit, sich an eine volatile Nachfrage im Markt anzupassen und mit diesem zu atmen. Die Darreichung von Eigenkapital durch Private Equity als spezielle Anlageform nimmt Bezug auf die Quelle: Geld wird in einen Fonds eingelegt, der nicht dem öffentlichen, beispielsweise als Bank organisierten Kapitalmarkt zuzurechnen ist, mit dem Ziel, sich ertragreich an Unternehmen zu beteiligen, die häufig das frische Kapital zu ergänzenden Investitionen nutzen. Die Refinanzierung von Private Equity-Fonds über den Kapitalmarkt beinhaltet auch das Aufnehmen von Fremdkapital, um große Übernahmen zu schultern und entsprechende Renditehebel zu nutzen. Allerdings führen Kreditkrisen, wie sie seit dem Sommer 2007 zu beobachten waren, und gleichzeitige Wertverluste von Unternehmen dazu, dass dieses Ertragsziel oft nicht zu realisieren ist; das Auslaufen des Übernahmebooms, wie sich dies seit dem Herbst 2007 abzeichnet, ist die Folge.

Umfragen¹⁾ zeigen, dass der Begriff und das Funktionieren von Private Equity einem erheblichem Teil der Öffentlichkeit nicht bekannt sind. Assoziationen sind zwar eher neutral oder positiv, dann aber wieder mit Kostenreduktionen, Arbeitsplatzabbau und Unternehmenszerschlagung verbunden, was den Rekurs auf den Begriff »Heuschrecke« nahelegt. Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Zuführung von Eigenkapital als Lebensader einer Wettbewerbswirtschaft ist kaum bewusst.

1) Financial Times Deutschland vom 17.10.2007, S. 22

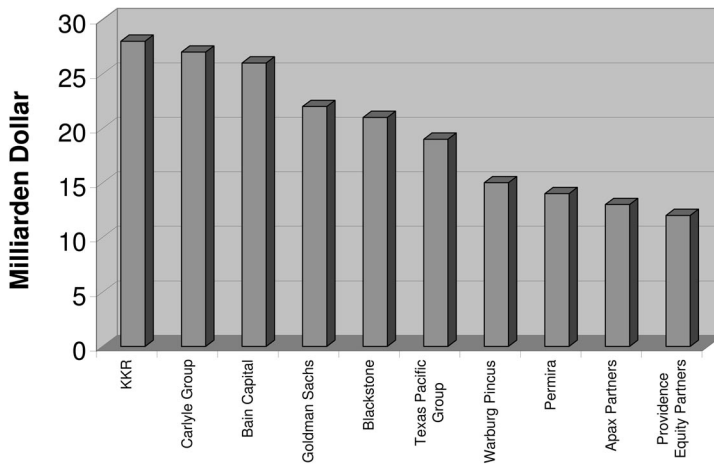


Abb. 1.1: Gesammeltes Kapital der Beteiligungsgesellschaften 2006 und 2007²⁾

1.1.2 Die Begründung des Unternehmens

Die moderne volkswirtschaftliche Theorie erklärt die Existenz von Unternehmen entlang von zwei sehr unterschiedlichen Argumentationssträngen: einmal der Evolutionsökonomik, die stark mit der alten Institutionenökonomik verbunden ist und von heuristischem Verhalten ausgeht; zum anderen der neuen Institutionenökonomik, insbesondere der Transaktionskosten- und der Vertragstheorie, die optimierendes Verhalten unterstellt.

Aus Sicht der Evolutionsökonomik³⁾ ist es der individuelle Unternehmer, der »neue Kombinationen« am Markt mittels einer Unternehmung durchsetzt und dabei die alten (Markt- und Unternehmens-) Strukturen aufricht und evtl. sogar zerstört.⁴⁾ Zentral ist dabei, dass vor den Produktunternehmer der Finanzunternehmer als der wahre Kreative zu setzen ist, der die Finanzmittel aufbringt bzw. am Markt einsammelt, indem er eine Idee verkauft. Insbesondere die Existenz des Finanzunternehmers war Ende des 19. Jahrhunderts Ausdruck der modernen kapitalistischen Wirtschaftsweise; insofern ist es interessant zu prüfen, ob mit den Private-Equity-Fonds eine Rückkehr des Finanzunternehmers verbunden ist. Durch Kirzner⁵⁾ erhält

2) Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 14. 9.2007, S. 23

3) Vgl. hierzu auch Schaller, A., 2001, Entrepreneurship oder wie man ein Unternehmen

denken muß, in: Entrepreneurship und Unternehmertum, Wiesbaden, S. 23 – 78.

4) Schumpeter, J., 1912

5) Kirzner, I., 1978 und 1997

der Informationsaspekt eine besondere Bedeutung, ist es doch der Unternehmer, der seinen Erfolg der Informationsarbitrage verdankt. Dieser Aspekt wird später zu vertiefen sein.

Die moderne Transaktionskostentheorie, die sich auf Coase⁶⁾ und Williamson⁷⁾ zurückführen lässt, gibt als zentrale Begründung für die Existenz von Unternehmen die Abwägung der Kosten marktlicher oder hierarchischer Allokation an. Dabei spielt der Begriff der Transaktionskosten als solcher Kosten, Institutionen zu schaffen und aufrechtzuerhalten, eine zentrale Rolle. Sie stehen neben den Transformationskosten, also solchen Kosten, die sich aus der Produktion im eigentlichen Sinne ergeben. Wenn die Summe aus Transaktions- und Transformationskosten der Marktorganisation über denen der hierarchischen Organisation und Abstimmung liegt, wird das Unternehmen als hierarchische Struktur entstehen und vorteilhaft sein. Es sind somit die institutionellen Rahmenbedingungen, die Unternehmen als eine Form der Lösung des Problems, Güter zu produzieren und zu verteilen, hervorbringen.

1.1.3 Flexibilität und Risiko

Durch die Unwägbarkeit der Zukunft entsteht Unsicherheit, die sich gemäß Knight⁸⁾ in der Ungewissheit und im Risiko realisiert. Für erstere existiert keinerlei Wahrscheinlichkeitsabschätzung, weshalb es kaum möglich ist, das ökonomische Kalkül darauf einzustellen. Insbesondere liegt dies auch an fehlender Erfahrungsbildung, die aus einer hinreichenden Ergebnishäufigkeit folgt. Risiko hingegen kann durch subjektive und objektive Wahrscheinlichkeitsverteilungen abgeschätzt werden. Insbesondere die Momente Mittelwert, Varianz und Schiefe besitzen hierbei eine erhebliche Bedeutung.

Da Unternehmen in einem Markt unter Unsicherheit arbeiten und diese weder im Markt völlig diversifizieren noch eine vollständige Flexibilität in ihrer Aufbau- und Ablauforganisation erreichen können, benötigen sie einen Teil ihrer Finanzierung als Puffer, das sogenannte Eigenkapital. Sobald schließlich beim Marktzutritt eines Unternehmens oder eines Produkts Kosten anfallen, die im Fall eines Rückzuges nicht oder nur teilweise wieder zurückgewonnen werden können, liegen sogenannte versunkene Kosten vor. Durch diese ist die Bestreitbarkeit eingeschränkt oder gar nicht mehr ge-

6) Coase, R.H., 1937 S. 386–405

8) Knight, F.H., 1921

7) Williamson, O.E., 1975 und 1985

geben, weshalb der Nachteil des erhöhten Risikos durch eine Inflexibilität zu einem Vorteil wird, nämlich einer Beschränkung der Konkurrenz⁹⁾.

Insofern ist es eine Frage der Wettbewerbslage und deren Einschätzung bzw. des strategischen Gestaltungswillens eines Unternehmens, wie es sich verhält. Insbesondere in Märkten mit hoher Wettbewerbsintensität, in denen also Vorsprungsgewinne schnell erodieren, wird ein Unternehmen der Flexibilität den Vorzug geben. Dies findet allerdings seine Grenzen dort, wo Größenproduktionsvorteile (*economies of scale*), letztendlich die Fixkosten, die risikobehaftet und durch Eigenkapital abzudecken sind, erhöhen. Die Transaktionskostentheorie erklärt, weshalb sich Tendenzen zur Verflachung der Unternehmenshierarchien ergeben.¹⁰⁾ Dies wurde, aufbauend auf agententheoretischen Überlegungen¹¹⁾ in einen netzwerktheoretischen Kontext gestellt, um die relevanten Treiber des Prozesses, nämlich die Struktur der Informationskosten zu identifizieren. Es konnte theoretisch und empirisch gezeigt werden¹²⁾, dass die vertikale Hierarchie im Wesentlichen von sinkenden Informationstransportkosten entlang klarer Weisungsstrukturen (also geringen Informationsasymmetrien zwischen Vorgesetzten und Untergebenen) getrieben wurde, wie diese mit der zweiten industriellen Revolution einhergingen¹³⁾; der dramatische Verfall der Kosten der Informationsspeicherung und schließlich der Kosten der Informationsverarbeitung haben schließlich zur »Verflachung« der Unternehmensstrukturen beigetragen, die auch das zunehmend nicht kontrollierbare, eigenverantwortliche Handeln der Untergebenen zu gestalten erlaubt. Modern organisierte, flache Unternehmen können den Umfang des Eigenkapitals folglich reduzieren. Nur noch solche Bereiche sind zentralisiert, die informationstechnisch einfach zu führen sind, für die also Zentralisierungsvorteile bestehen.

Für das Vorhalten von Eigenkapital verlangen die Eigner, beispielsweise der Unternehmer selbst oder institutionelle Kapitalgeber, eine Risikoprämie, die über die Normalverzinsung hinausgeht. Im historischen Kontext war der Gewinn für den Unternehmer eine residuelle Größe, sie wurde immer mehr zu einem strategischen Ziel, je stärker Kapitalgeber extern vom Unternehmen versuchten, dieses auf eine hohe Profitabilität hin zu optimieren. Insbesondere die Internationalisierung der Kapitalmärkte und damit die Wahlfreiheit, Geld anderweitig (optimal) anzulegen, haben hier einen erheblichen Druck aufgebaut. Dieser wurde durch die kurz- bis mittel-

9) Vgl. Blum, Müller, Weiske, 2006, S. 81ff.

10) Vgl. Coase 1937, S. 386–405; Williamson 1975 und 1985

11) Vgl. Tirole 1986, S. 181–214; Blum und Dudley, 1999, S. 710–737

12) Vgl. Blum, Dudley, 2000, S. 438–450 und Blum, Dudley, 2001, S. 207–230

13) Dies betrifft gleichermaßen die physischen (Informations-) Transportkosten (Eisenbahn, Motorisierung) wie den Telegraphen.

fristigen Mitteilungspflichten an die Kapitalmärkte über die Lage eines Unternehmens erhöht, so dass Arbeit zunehmend zu einem residuellen Faktor wird, was sich in der ökonomischen Entwertung derselben niederschlägt. Vor allem die Kombination von Kapital und Wissen hat die Renditen dieser beiden Produktionsfaktoren erheblich erhöht, so dass sich das Verhältnis von Kapital- zu Arbeitseinkommen in den modernen Volkswirtschaften in den letzten zwanzig Jahren zugunsten ersterer verschoben hat.

1.1.4 Wertorientierung

Bei der Gründung eines Unternehmens bzw. eines Unternehmenskonzepts ist eine Bewertung der Realisierungschancen unumgänglich, sei es über einen Businessplan oder ein Prospekt. Später erfolgt aber nur dann eine Bewertung, wenn es am Kapitalmarkt gelistet ist. Für nichtgelistete Unternehmen, ob nun in der Gesellschaftsform einer Einzelfirma, einer Personengesellschaft oder einer Kapitalgesellschaft, erfolgt eine regelmäßige und zeitnahe Bewertung nur unter besonderen Bedingungen. Eine solche ist aber sinnvoll, um zum einen eine wertorientierte Steuerung des Unternehmens aus der Sicht des Eigentümers und des Managements zu ermöglichen, zum anderen aber auch, um Kapital in die besten Investitionsziele (regional und sektoral) im Sinne eines Risiko-Zins-Optimums zu lenken. Durch Eigenkapital in Gestalt von Private Equity kann dies geleistet werden, wenn dadurch eine entsprechende Bewertung mit hinreichender allgemeiner Informationszugänglichkeit, um alle relevanten Wissenskomponenten über den Wert des Unternehmens einsammeln zu können, erfolgt. Vor allem Zukunftserwartungen werden in eine solche Bewertung eingehen, weshalb entsprechende Szenarien zu bilden¹⁴⁾ und angemessene Verfahren der Bewertung zu verwenden sind.¹⁵⁾

Eine Konsequenz dieser Orientierung an Kapitalmärkten ist, dass damit auch der Verschuldungsgrad des Unternehmens an die von außen vorgegebenen Effizienzkriterien angepasst werden kann. Oft geschieht auch noch mehr, nämlich eine Überlastung des Unternehmens mit Schulden, um die Kaufsumme von Beteiligungsanteilen zu finanzieren. Damit entsteht ein nicht unerhebliches Spannungsverhältnis zwischen der Wertorientierung und den künftigen Wertpotenzialen des Unternehmens, die bei Veränderung der Kapitalmarktrahmenbedingungen dann notleidend werden kön-

¹⁴⁾ Blum, U., Gleißner, W., 2001, S. 163–186

¹⁵⁾ Blum, U., 2004; Blum, U., Gleißner W., Leibbrand, F., 2005, S. 29–33

nen. Offensichtlich existieren ordnungsökonomische Fehlanreize beim Erzielen von Wertsteigerungen im Private-Equity-Bereich. Deshalb muss unter Wohlfahrtsgesichtspunkten diskutiert werden, ob die kurzfristige Kapitalmarktorientierung den nachhaltigen Zielen eines Unternehmens widersprechen kann. Dies gilt insbesondere dann, wenn die Einkommen der Unternehmensführung an kurzfristigen Erträgen anknüpfen. Hier können sich erhebliche Rationalitätsfallen ergeben, die für das Unternehmen existenzgefährdend sind und damit die wertorientierte Steuerung über kurzfristige Kapitalmarktperspektiven volkswirtschaftlich als nicht sinnvoll erscheinen lassen.

1.2 Finanzunternehmen und Produktunternehmen

1.2.1 Das Primat der Finanzierung vor der Produktion

Der modernen Innovationstheorie von Schumpeter¹⁶⁾ (1912) folgend steht der Finanzunternehmer mit einer Idee vor dem Produktunternehmer, der diese Idee verwirklicht. Effiziente Kapitalmärkte müssen erlauben, die Finanzmittel für eine Idee zu sammeln, mit denen diese dann verwirklicht wird, um somit die klassischen fünf Linien einer Innovation, nämlich neue Produkte, neue Verfahren, neue Beschaffungs- oder Absatzmärkte oder neue Organisationsformen zu realisieren. Die amerikanischen Eisenbahnen wurden in dieser Form erst finanziert und dann gebaut. Auch große Spekulanten wie beispielsweise in historischer Sicht John Law am Hofe des französischen Königs Ludwig XV. oder bis zum Anfang des Jahrtausends eine Reihe von Internetspekulanten, haben ihr Betrugskonzept auf diesem Vorlauf des Finanzunternehmers vor dem Produktunternehmer aufgebaut¹⁷⁾. Insbesondere Auktionssysteme können hier mit einem »Fluch des Siegers«¹⁸⁾ beladen werden, wenn ein Recht zu teuer ersteigert wurde (beispielsweise UMTS)¹⁹⁾ oder für zwingend zu erfüllende Aufgaben eine zu geringe Finanzierung eingeholt wurde – was historisch bei vielen großen, innovativen Infrastrukturprojekten der Fall war, beispielsweise auch beim Bau des Kanaltunnels.

¹⁶⁾ Schumpeter, J., 1912

¹⁷⁾ Blum, U. 2004, S. 45–50

¹⁸⁾ Vickrey W., 1961, S. 8–37

¹⁹⁾ Vgl. Blum, U., Müller, S., Weiske, A., 2006, S. 148ff

1.2.2 Das Primat des Angebots vor der Nachfrage und Innovationszyklen

Die moderne Innovationstheorie unterscheidet häufig Basis- von Verbesserungsinnovationen. Wesentlich ist dabei die Radikalität, mit der alte Märkte aufgebrochen werden und neue Märkte entstehen. Offensichtlich sind es insbesondere solche Erfindungen und Entdeckungen, die die höchsten wirtschaftlichen Effekte besitzen, deren Marktpotenzial anfangs nicht abzuschätzen war, insbesondere dann, wenn sie zugleich polyvalente Technologien darstellen, also als »*general-purpose technologies*« eine Vielzahl von Entwicklungstrajektorien aufstoßen.²⁰⁾ Hier findet insbesondere die Schumpetersche Tradition der Konjunkturtheorie ihren Anknüpfungspunkt im Konzept des Kondratieff-Zyklus'. Diese Idee der langanhaltenden, durch Basisinnovationen getragenen Innovationen²¹⁾, hat vor allen Dingen in den vergangenen Jahren vor dem Hintergrund der Informationstechnologie und der Frage, ob durch diese eine »Neue Ökonomie« mit deutlich veränderten Eigenschaften entsteht, neuen Gehalt gefunden.²²⁾ Offensichtlich ist Eigenkapital vor allem für diese Angebots-, d. h. technologie- oder ressourcenorientierten Innovationen, die als »capability-push«-Strategien bezeichnet werden, relevant – im Gegensatz zu den »demand-pull«-Strategien.²³⁾ Da aber unbekannte Innovationspotenziale zu erschließen besonders risikobehaftet ist, kann dies nur über Eigenkapital geleistet werden.

1.3 Private-Equity-Beteiligungsgesellschaften

1.3.1 Externe, hybride und interne Kapitalmärkte

Aus Sicht der Unternehmen lassen sich externe, interne und hybride Kapitalmärkte unterscheiden. Externe Kapitalmärkte bedienen den Kapitalbedarf der Unternehmen vor allem über die klassischen Finanzintermediäre, vor allem Banken. Interne Kapitalmärkte haben sich vor allem bei integrierten Großunternehmen herausgebildet, die den Kapitalbedarf durch interne Allokation befriedigen können. Sie umgehen damit vor allem aufsichtsrechtliche Vorgaben, die versuchen, Kapital risikoadäquat zu bepreisen und

20) Bresnahan, T. F., Trajtenberg, M., 1995, S. 83–108

bahn (ab 1843) oder die Elektrizität (ab 1898) genannt.

21) Hier werden die Dampfmaschine für die industrielle Revolution (ab 1987), die Eisen-

22) Nefiodow 1999

23) Vgl. Nelson, Winter 1982

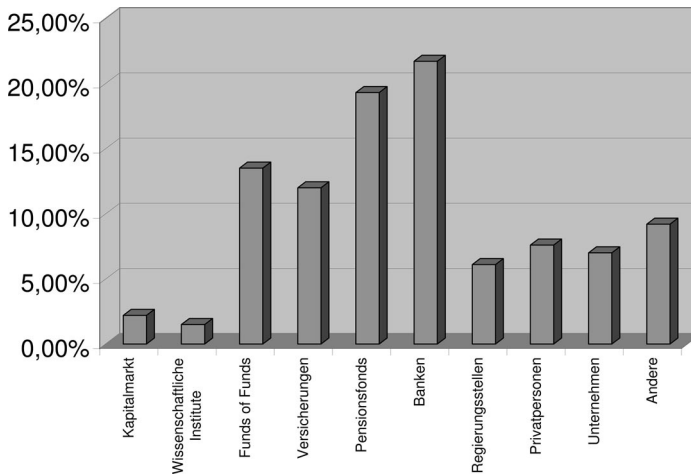


Abb. 1.2: Anleger im Private-Equity-Markt²⁴⁾

somit die Stabilität des Finanzsektors zu erhöhen. Auf internationaler Ebene geschieht dies beispielsweise mittels des »Basel II«-Instrumentariums.

Private Equity nimmt eine Sonderrolle ein, weil es zunächst der externen Ebene zuzuordnen ist und weitgehend außerhalb eines regulatorischen Rahmens abläuft. Dieser wird erst dann bedeutsam, wenn im Rahmen der Refinanzierung Teile der Kapitalbeschaffung über Kredite ablaufen, um also durch *leveraged loans* entsprechende Rentabilitätshebel zu nutzen. Damit machen sich nämlich die Investoren vom Kreditmarkt abhängig, insbesondere von den Zinsniveaus, aber auch von seinen spezifischen Regulierungen. Auch Syndizierungen können erschwert sein, ebenso wie der Weiterverkauf von Kreditpaketen an vorgelagerte Investoren. Dadurch können Renditeziele verfehlt werden bzw. Übernahmen auch insgesamt scheitern. Damit ergeben sich möglicherweise Klumpenrisiken, die für die gesamte Volkswirtschaft bedrohlich werden können.

Das Eigenkapital selbst wird weitgehend von institutionellen Anlegern aufgebracht – auch wegen der hohen Mindestzeichnungssummen. Die folgende Abbildung 1.2 verdeutlicht dies.

Die Alternative, nämlich den eigenen Auftritt am Aktienmarkt zu versuchen, hat den erheblichen Vorteil, die Transparenz zu erhöhen und verborgenes Eigenkapital, das im wahrsten Sinne des Wortes privat ist, in öffentliches Eigenkapital umzuwandeln. Wenn durch die Art des *going public* aber

²⁴⁾ Aus Euro Spezial Heft/2007, S. 5

die Kontrollmöglichkeiten öffentlicher Märkte ausgeschaltet werden, hat dies keine Auswirkungen auf die Transparenz, weshalb sich immer stärker die Frage nach einer effizienten Regulierung stellt.

1.3.2 Transparenz und Regulierung

Charakteristikum einer liberalen Marktwirtschaft ist die freie Preisbildung innerhalb eines Ordnungsrahmens. Diese Flexibilität der Preise ist eine Anforderung, die an alle Produktionsfaktoren und Güter gestellt wird und sich im Idealfall an den paretooptimalen Wohlfahrtsbedingungen orientiert: Güterpreise bringen Grenznutzen der Käufer und Grenzproduktivität der Anbieter zum Ausgleich, die die Einnahmen vollständig auf die Produktionsfaktoren verteilen, die ebenfalls zu ihrer Grenzproduktivität entlohnt werden.²⁵⁾ Die Bedingungen der neoklassischen Markt- und Wettbewerbsanforderungen gewährleisten insbesondere Transparenz, so dass alle Kosten und Nutzen bekannt sind.

Tatsächlich ist diese Transparenz in den wenigsten Fällen gegeben. Man kann diese durch ordnungsökonomische Maßnahmen verbessern, insbesondere den Wettbewerb intensivieren, um möglichst nahe an ein ökonomisches Optimum heranzukommen. So wäre beispielsweise zu überlegen, wie die Kooperation von Private-Equity-Unternehmen bei Beteiligung bzw. Übernahme eines Unternehmens wettbewerbsrechtlich zu bewerten ist. Gleichermassen wäre zu prüfen, ob bestimmte Maßnahmen der Standortförderung, um die Gesellschaften anzusiedeln, tatsächlich transparenzfördernd sind. Meist wird der Staat aber durch Regulierung versuchen, eine weitgehende Optimalität der Marktallokation im Sinne des Zweitbesten zu gewährleisten, also strukturelle Defizite beherrschbar zu machen. Hier kann der Wettbewerb der Systeme gewährleisten, dass sich in einem Land ein überragender Ordnungsrahmen herausbildet, dessen Vorteile deutlich sind – beispielsweise die Londoner City für die globalen Finanzmärkte. Oft aber ergibt sich auch ein *race to the bottom*, also der Versuch, durch lockere Regeln Konkurrenten Märkte abzunehmen, beispielsweise durch spezifische Steuererleichterungen. Dieser zweite, aus dem Gefangenendilemma herrührende Sachverhalt ist oft nicht von dem ersten zu trennen, weil es oft erst die Rahmenbedingungen sind, die auf neue Probleme hinweisen. Private Equity ist vermutlich gegenwärtig in einer derartigen Situation, weshalb der europäische Beteiligungsverband (EVCA) im Jahr 2007 eine Initiative

25) Vgl. Blum, 2004, S. 45–50

gestartet hat, eine effiziente Selbstregulierung zu organisieren. Möglicherweise hilft auch ein Mehr an Öffentlichkeit im Sinne des Public Equity.

In der Tat scheint aus volkswirtschaftlicher Sicht der primäre Ansatzpunkt bei der Verbesserung der Transparenz der Kreditmärkte zu liegen, weil diese den großen Hebel in den Beteiligungsvolumen ausmachen – und hier existieren nationalstaatliche ebenso wie überstaatliche Erfahrungen. Ihre Zubringerfunktion im Bereich Private Equity ist viel stärker als bisher kritisch zu beleuchten, weil ohne den Hebel der Fremdfinanzierung die Transaktionsvolumina nicht erreicht werden könnten. Weiterhin existiert hier ein bewährtes Instrumentarium, das insbesondere durch Basel II internationaler Standard wird.

Als ergänzendes Transparenz-, vor allem aber Reputationsproblem ist auch die kaum mögliche Kontrolle bzw. die fehlende Vorhersehbarkeit von unternehmerischem Handeln zu benennen²⁶⁾. Dies betrifft Fragen des Stellenabbaus, des Aufbürdens von Schulden zur Finanzierung der Übernahme, der Haltedauer und der Art der Geschäftsaufgabe. Da Märkte auf Reputationsgüter angewiesen sind, ist dies nicht nur in Bezug auf das Erfordernis, mit Private Equity Unternehmen robust zu machen, schädlich, sondern auch im Hinblick auf politische Reaktionen, die die Effizienz der Kapitalmärkte zu schmälern drohen.

1.3.3 Staatsfonds

Staatsfonds sind in der Vergangenheit zum Gegenstand öffentlicher Auseinandersetzung geworden. Die Sorge wurde geäußert, durch Beteiligungen könne *Knowhow* abgezogen, Technologien und Produktionen verlagert und letztlich die wirtschaftliche Basis eines Landes unterminiert werden. Dies führte dazu, dass im Jahr 2007 Gesetzesinitiativen auf europäischer Ebene angekündigt wurden und beispielsweise Österreich einen eigenen Staatsfonds gründete, um strategisch bedeutsame Industrien zu schützen. Unabhängig von der kartellrechtlichen Relevanz einer solchen Vorgehensweise stellt sich die Frage, ob Staatsfonds anders als »normale« Private-Equity-Fonds zu bewerten sind.

Zunächst ist zu verdeutlichen, dass in globalen Finanzmärkten den Ländern die Gelegenheit gegeben werden muss, Überschüsse der Leistungsbilanz anzulegen, wenn die eigene Absorptionsfähigkeit der Wirtschaft nicht reicht, den Saldo zwischen Ex- und Importen zu schaffen. Weiterhin können

²⁶⁾ Vgl. hierzu auch Maier (2007), die eine detaillierte Auflistung öffentlich verkündeter

und tatsächlich vollzogener strategischer Maßnahmen gibt.

Länder, die den Saldo beschränken wollen, um nicht einen Preisauftrieb durch das Ausweiten der lokalen Nachfrage – letztlich eine Blasenökonomie – zu erzeugen. Derartige Entwicklungen können dramatische makroökonomische Destabilisierungen bewirken. Insofern ist das *recycling* der Finanzströme zwingende Voraussetzung einer stabilen Weltwirtschaft.

Schließlich stellt sich die Frage, ob die Interessenlage der Staatsfonds grundsätzlich ein erhöhtes Misstrauen rechtfertigt und eine ergänzende Kontrolle erfordert. Ihre Anlagestrategien sind wenig bekannt – die der privaten Pendanten aber auch wenig transparent. Zu thematisieren ist zunächst die reziproke Offenheit der Volkswirtschaften, dass also Länder in die Staatsfonds, sowie ihre Bürger und Unternehmen in die Heimatländer der Fonds investieren dürfen – denn damit kann Ökonomie einen Beitrag zum Interessenausgleich leisten. Hier ergeben sich Fragezeichen, die vor allem unter dem Begriff der regulatorischen Diskriminierung verhandelt werden.

In der Regel korrelieren reiche Staatsfonds mit hohen Währungsreserven, wie die folgende Tabelle²⁷⁾ zeigt.

Tab. 1.1: Staatsfonds und Währungsreserven

Land (Staatsfonds)	Volumen 2007 (Mrd. US-Dollar)	Währungsreserven (Mrd. US-Dollar)
VAE (ADIA)	875	27,617 (2006); 34,879 (03/2007)
Singapur (GIC)	330	136,260 (2006); 147,022 (07/2007)
Norwegen (GPF-G)	300	56,841 (2006); 56,873 (07/2007)
China (State FX IC; HueijingCo)	300	1068,493 (2006); 1387,188 (07/2007)
Russland (Stabilisierungsfonds)	100	295,567 (2006); 407,110 (08/2007)
Singapur (Tamasek Holding)	100	136,260 (2006); 147,022 (07/2007)
Kuweit (Kuweit Investment Authority)	70	12,566 (2006); 17,782 (08/2007)
Australien (Australian Future Fund)	40	53,448 (2006); 56,067 (08/2007)
USA-Alaska (Permanent Reserve Fund)	35	54,85 (2006); 56,47 (08/2007)*)
Brunei (Brunei Investment Authority)	30	0,523 (2006)
Südkorea (Koreas Investment Corp.)	20	238,882 (2006); 254,764 (07/2007)
Malaysia (Khazanah National BHD)	18	82,132 (2006); 98,154 (07/2007)
Taiwan (National Stabilization Fund)	15	267
Kanada (Alberta Heritage TF)	13	34,994 (2006); 40,228 (08/2007)
Iran (Oil Stabilization Fund)	11	0,415 (2006); 0,432 (08/2007)**)

Alle Angaben »total reserves minus gold«

*) für gesamte USA

**) nur Sonderziehungsrechte

27) Süddeutsche Zeitung vom 7./8.7.2007,
S. 25; IWF Oktober 2007

1.4 Beteiligungsziele und Renditen

1.4.1 Restrukturierung der Unternehmen

Eine besondere Bedeutung gewinnt Private Equity dann, wenn die Kapitalgeber direkt in das Unternehmen eingreifen, um dieses zu restrukturieren mit dem Ziel, die Profitabilität nachhaltig zu verbessern. Oft entstehen erst dadurch die beim *exit* zur Bedienung der Rentabilitätsansprüche der Kapitalgeber erforderlichen Gewinne. Damit wird aber über Eigenkapital ein starker Einfluss auf das Unternehmen ausgeübt mit der Folge, dass der Kapitalmarkt nicht mehr als vollkommen extern anzusehen ist. Wenn Unternehmen zerlegt und rekombiniert werden, um Synergien zu heben, findet letztlich das statt, was von Schumpeter²⁸⁾ als organisatorische Innovation bezeichnet wurde. Sie ist ein ebenso elementarer Bestandteil des Innovationsystems wie das Bereitstellen neuer Produkte oder Verfahren. Letztlich ist der Niedergang der Zentralverwaltungswirtschaft genau der fehlenden Fähigkeit zum organisatorischen Umbau zu verdanken²⁹⁾. Der Erfolgsfall einer Reorganisation durch einen *private equity*-Fonds bzw. die von ihm erfolgreich angeregte Strategie kann offensichtlich im Sinne von Kirzner (1978, 1997) als Fähigkeit angesehen werden, mit Information, insbesondere auch solcher über Risiko, geschickter umzugehen als das bisherige Management. Hier geht es insbesondere um das gezielte Heben von Kernkompetenzen des Unternehmens (Hamel, Prahalad 1995) und das Neuausrichten im Sinne des Realisierens von Wettbewerbsvorteilen (Porter 1986).

1.4.2 Mittelstand

Vor allem für den Mittelstand nimmt die Bedeutung von Private Equity zu, weil ein erheblicher Kapitalbedarf besteht und die Fremdverschuldung infolge fehlenden Eigenkapitals nicht erhöht werden kann, wodurch das Wachstum begrenzt und hinter den Potenzialen zurückbleibt. Zum anderen liegt eine der großen Herausforderungen bei der Nachfolge, also dem Gestalten der Vererbung, der Übergabe bzw. des Umbaus zu einer Publikums-gesellschaft.

Allerdings bestehen im Mittelstand erhebliche Vorbehalte gegenüber neuen Finanzierungsmitteln; bereits von der Bank ausgegebenes Mezzanine-

²⁸⁾ Schumpeter, J., 1912

²⁹⁾ Blum, U., Dudley L., 1999, S. 710–737, 2000, S. 438–450

Kapital oder Mitarbeiterbeteiligungen stoßen auf Skepsis³⁰⁾, obwohl die Produktivitätseffekte erheblich sein können. Die wesentliche Problematik liegt beim Inhaber, der seine Kontrolle allenfalls kurz- bis mittelfristig im Rahmen einer Restrukturierung oder eines verstärkten Wachstums (teilweise) aus der Hand geben will. Je erfolgreicher die Phase aber verlief, desto schwerer kann er die Beteiligungen bei einer Aufgabe aufgrund der enorm gestiegenen Werthaltigkeit zurückkaufen.

Aus volkswirtschaftlicher Sicht ist dieser Vorgang als problematisch anzusehen, weil insbesondere global agierende Mittelständler, sogenannte GMEs (*global medium sized enterprises*) hohe Produktivitäten infolge ihres Auslandsengagements verbinden mit Eigentümerführung und Innovationsbereitschaft, wie dies in einer Vielzahl von Studien aus dem nationalen und internationalen Raum bestätigt wird.³¹⁾

1.4.3 Renditen

Auch bei Private-Equity-Finanzierungen zeigt sich, dass letztlich der Erfolg nur von einem begrenzten Teil der Beteiligungen getragen wird. In den zehn Jahren von 1997 bis heute lagen die Renditen des besten Quartils der europäischen *buy outs* bei 35,2 Prozent, die des schlechtesten Quartils bei – 6,7 Prozent. Mit der Verteuerung der Refinanzierung angesichts erhöhter Risiken wird sich dies erst ändern, wenn die Unternehmenswerte hinreichend gesunken sind, um entsprechende Anlagemöglichkeiten zu eröffnen.

1.5 Ausblick

Der Boom im Private-Equity-Geschäft normalisiert sich infolge der Krise auf den Kreditmärkten und der damit einhergehenden Eintrübung der Ertragsaussichten bei Unternehmen. Damit wird sich das abspielen, was Schumpeter als »Konkursgeschäfte« bezeichnete, ein Ausscheiden der Unternehmen so lange, bis eine stabile Restnachfrage den Verbliebenen angemessene Ertragschancen bietet. Dies ist volkswirtschaftlich als eine Chance zu begreifen, weil damit eine neue Tradition der Eigenkapitalfinanzierung entsteht, jenseits von Übertreibungen, die vor allem für den Mittelstand eine Chance bieten, dieses Instrument zu nutzen. Zunehmende Wert-

30) Blum, U., Leibbrand, F., 2002, S. 199–213

31) Helpman, E., Melitz, M.J., Yeaple, S., 2004;

Arnold, J.M., Hussinger, K., 2006; Zeddies,

G., 2007, S. 53–61

orientierung kann – wenn der Zeithorizont hinreichend langfristig ist, zum zentralen wohlstands- und wohlfahrtssteigernden Steuerungsinstrument werden, weshalb hier der ordnungspolitische Rahmen dringend entsprechende Anreize setzen muss, zu kurzfristiges, für Unternehmen schädliches Handeln zu eliminieren.

Für den Erfolg von Private Equity ist letztlich auf Dauer die Fähigkeit maßgebend, seine wirtschaftliche Leistungsfähigkeit vor dem Hintergrund einer verstärkten Transparenz zu entfalten. Die gegenwärtige Vorsicht beim »Beimischen« von Krediten im Sinne der *leveraged loans* und das für Ausleihungen der Banken in nächster Zeit verbindliche Basel II-Regelwerk wird möglicherweise die Wege einer effizienten Selbstregulierung befördern, die hilft, eine ergänzende staatliche Regulierung zu vermeiden. Ob dies gelingt, bleibt abzuwarten. Ziel muss es in jedem Fall sein, Risiken dort zu verorten, wo sie zu verantworten und zu tragen sind. Vermieden werden muss es, die Gewinne zu privatisieren und die Kosten zu verstaatlichen, indem letztlich Zentralbanken durch ihre Geldpolitik Auffangbecken organisieren³²⁾.

Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht bleibt das Bild letztlich positiv, aber trotzdem mit Ambivalenz, da eben viele Vorteile nicht ohne Nachteile, mindestens dem Risiko des Fehlschlags zu haben sind: Die Werterhöhung der Unternehmen ist oft nur mit drastischen Eingriffen zu erzielen, die vor allem am Anfang, nach Übernahme der Beteiligung mit erheblichem Nachdruck durchgesetzt werden. Das zusätzliche Kapital wird oft mit Schulden des Unternehmens bezahlt – vorteilhaft im Sinne des *leverage*-Effekts, kritisch in Zeiten wachsender oder hoher Zinsen. Das gesamtwirtschaftlich relevante Wachstum wird oft durch regional nachteilig wirkende Entscheidungen erkaufte wie dem Auflösen von örtlichen Führungsfunktionen oder Rationalisierungsmaßnahmen. Tatsächlich spielt sich im Rahmen der Reorganisation eines Unternehmens durch *Private Equity* der Prozess der schöpferischen Zerstörung in einer Unternehmenseinheit ab, der ansonsten zwischen mehreren Unternehmen abläuft: Der Aufstieg des einen ist die Zerstörung des anderen. Letztlich ist dies meist weniger kapitalvernichtend.

32) Minsky, H.P., 1982, S. 13–39

1.6 Literatur

- Arnold, J. M.; Hussinger, K., Export versus FDI in German Manufacturing: Firm Performance and Participation in International Markets, *Deutsche Bundesbank Discussion Papers, Economic Studies*, Frankfurt (Main), 2006
- Blum, U., Rating als Chance: Potentiale erkennen, Risiken minimieren, *Beratende Ingenieure*, 2004, März S. 45 – 50
- Blum, U., *Volkswirtschaftslehre*, Oldenbourg, München, 2004
- Blum, U.; Dudley, L., The Two Germanys: Information Technology and Economic Divergence, 1949 – 1989, *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 155, 4, 1999, S. 710–737
- Blum, U.; Dudley, L., Blood, Sweat, and Tears: the Rise and the Decline of the East German Economy, 1949 – 1988, *Journal of Economics and Statistics* 220, 4, 2000, S. 438–450
- Blum, U.; Dudley, L., Religion and Economic Growth, Was Weber Right, *Journal of Evolutionary Economics* 11, 2001, S. 207–230.
- Blum, U.; Leibbrand, F., *Produktivitätswirkungen von Mitarbeiterbeteiligungsmodellen in Deutschland*, *Mitarbeiterbeteiligungsmodelle* (K.-R. Wagner ed.), Wiesbaden, 2002, S. 199 – 213
- Blum, U., W. Gleißner, Trends und Frühaufklärung: das fundierte Orakel, *Entrepreneurship und Unternehmertum* (U. Blum and F. Leibbrand ed.), Wiesbaden, 2001, S. 163 – 186
- Blum, U., W. Gleißner and F. Leibbrand, Richtig gewichtet: Erkenntnisse aus dem Sachsen-Rating-Projekt, *RISKNEWS*, Vol. 2. Jg. Nr. 1 2005, S. 29 – 33
- Blum, U.; Müller, S.; Weiske, A., *Angewandte Industrieökonomik, Theorien, Modelle, Anwendung*, Wiesbaden, 2006
- Bresnahan, T. F.; Trajtenberg, M., General Purpose Technologies: »Engines of Growth«, *Journal of Econometrics*, 65, 1995, S. 83 – 108.
- Coase, R. H., The Nature of the Firm, *Economica*, 4, 1937, S. 386 – 405.
- Euro spezial, Rendite-Springer: private equity, Kapital, das beflügelt, 2007, S. 5
- Financial Times Deutschland, vom 17. 10. 2007, Unbekannte Spezies, S. 22
- Frankfurter Allgemeine Zeitung, vom 14. 9. 2007, Ausleseprozess in der Beteiligungsbranche, S. 23
- Hamel, G.; Prahalad, C.K., *Wettlauf um die Zukunft*, Wien, 1995
- Helpman, E., *General Purpose Technologies and Economic Growth*, Cambridge Mass., 1998
- Helpman, E., Melitz, M.J. and Yeaple, S., Export versus FDI with Heterogeneous Firms, *American Economic Review* 94, 1, 2004, S. 300–316
- IWF – Internationaler Währungsfonds, *International Financial Statistics*, Washington DC, Oktober 2007
- Kirzner, I., Entrepreneurial Discovery and the Competitive Market Process: an Austrian Approach, *Journal of Economic Literature* 35, 1997, S. 66–85
- Kirzner, I. M., *Wettbewerb und Unternehmertum*, Tübingen, 1978
- Knight, F. H., *Risk, Uncertainty, and Profit*, Boston, 1921
- Kondratieff, N., Die langen Wellen der Konjunktur, *Archiv für Sozialwissenschaft und Sozialpolitik*, 1926, S. 573 – 609
- Maier, A., *Der Heuschreckenfaktor – Finanzinvestoren in Deutschland*, München, 2007
- Minsky, H.P., The Financial Instability Hypothesis – Capitalist Processes and the Behavior of the Economy, in: Kindleberger C.P.; Laffargue, J.-P., *Financial Crisis – Theory, History, and Policy*, Cambridge, 1982, S. 13 – 39
- Nefiodow, L.A., *Der sechste Kondratieff*, St. Augustin, 1999
- Nelson, R. R.; Winter, S. G., *An Evolutionary Theory of Economic Change*, Cambridge, Mass. and London, England, 1982
- Porter, M. E., *Wettbewerbsvorteile*, Frankfurt a. M., 1986,
- Schaller, A., Entrepreneurship oder wie man ein Unternehmen denken muß, in: *Entre-*

- preneurship und Unternehmertum, Wiesbaden, 2001, S. 23 – 78
- Schumpeter, J., 1912, *Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung*, August Rabe, Berlin, 1952
- Süddeutsche Zeitung*, 7./8. 7. 2007, Angst vor der Staatsheuschrecke, S. 25
- Tirole, J., Hierarchies and Bureaucracies: On the Role of Collusion in Organizations, *Journal of Law, Economics and Organization* 2, 1986, S. 181–214
- Vickrey, W., Counterspeculation, auction, and competitive sealed tenders, *Journal of Finance*, 16, 1961, S. 8–37
- Williamson, O. E., *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*, New York, 1975
- Williamson, O. E., *The Economic Institutions of Capitalism*, New York, 1985
- Zeddies, G., Erhebliche Exportpotentiale für Ostdeutschland, *Wirtschaft im Wandel* 2, 2007, S. 53 – 61