

Sperrfrist: 9. Mai 2007, 18:30 Uhr

**Private Equity -
Gibt es speziellen Regulierungsbedarf? ***

Thomas J. Jordan
Mitglied des Direktoriums
Schweizerische Nationalbank

Veranstaltung der Schweizerischen Botschaft in Deutschland
und der Schweizerischen Bankiervereinigung:
"Deutschland-Schweiz: Partner im Dialog"
Berlin, Alte Nationalgalerie, 9. Mai 2007

* Der Referent dankt Dr. Marlene Amstad von der Organisationseinheit Finanzmarktanalyse der Schweizerischen Nationalbank für die Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Vortrages.

1. Einleitung

Ich freue mich ausserordentlich, heute an der Veranstaltungsreihe "Deutschland – Schweiz: Partner im Dialog" teilzunehmen und zum Thema "Private Equity – Gibt es speziellen Regulierungsbedarf" sprechen zu dürfen. Private Equity scheint im Moment wie fast kein anderes Thema die Gemüter zu erhitzen und in zwei Lager zu spalten.

Da gibt es auf der einen Seite das Lager der Kritiker, die Private Equity Investoren als auf kurzfristige Gewinnmaximierung ausgerichtete Heuschrecken bezeichnen. Diese gingen nach der Methode „buy it, strip it, flip it“ vor. Die den übernommenen Unternehmen aufgebürdeten Kredite seien exzessiv und die sogenannte Rekapitalisierung verwässere die Bilanz. Zudem gefährde Private Equity Arbeitsplätze und führe beim Staat zu Steuerausfällen.

Auf der anderen Seite steht das Lager der Befürworter. Diese führen ins Feld, dass Private Equity der Beschäftigung wie der Innovation förderlich sei. Weiter sei eine Private Equity Investition meistens langfristig ausgerichtet und bringe neben Kapital auch Managementwissen ins Unternehmen ein. Zudem limitiere Private Equity die Macht der Manager und stärke diejenige der Aktionäre. Insgesamt erhöhe Private Equity die Effizienz der Ressourcenallokation und sei letztlich von grossem volkswirtschaftlichem Nutzen.

Ein möglicher Grund für diese ziemlich konträren Ansichten besteht darin, dass sich der Begriff "Private Equity" nicht scharf definieren lässt. Private Equity umfasst ein relativ breites und heterogenes Anlagespektrum. So können Private Equity Investitionen Start-up Unternehmen (Seed Finance, Venture Capital) über Unternehmen in einem Wachstumsmarkt (Growth Capital) bis zu Übernahmen von grossen Firmen in einem reifen Markt (Buyout Capital) betreffen.

Entsprechend dieser unterschiedlichen Auffassung klaffen auch die Vorstellungen über den vorhandenen Regulierungsbedarf weit auseinander. Während die eine Seite möglichst wenig Regulierung befürwortet oder diese nur im Sinne einer Förderung (z.B. durch steuerliche Begünstigung von Investitionen in Jungunternehmen) als angebracht betrachtet, möchte die andere Seite mittels Regulierung eine Limitierung von Private Equity erreichen. Grundsätzlich lassen sich drei Ansatzpunkte für eine potentielle Regulierung speziell im Bereich Private Equity her-

auskristallisieren. Erstens die Regulierung der Private Equity als wirtschaftliche Aktivität, zweitens Regulierung aus Überlegungen der Systemstabilität sowie drittens Regulierung auf Ebene der Private Equity als Anlagevehikel. In der Folge möchte ich diese drei Aspekte etwas näher beleuchten.

2. Regulierungsbedarf von Private Equity als wirtschaftliche Tätigkeit?

Lassen Sie mich mit der Frage beginnen, inwiefern spezieller Regulierungsbedarf bei Private Equity als wirtschaftliche Tätigkeit besteht. Für die Beantwortung dieser Frage ist es nützlich, zuerst einen kurzen Blick auf diese Tätigkeiten und ihre Auswirkungen zu werfen.

Das weltweit für Private Equity zur Verfügung stehende Volumen ist in den letzten Jahren massiv angewachsen. Gemäss Angaben der European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA) sind Private Equity Firmen in Europa allein 2005 über 70 Mrd. Euro zugeflossen. Dabei liegt Grossbritannien an erster Stelle. Die Schweiz rangierte mit 1,5 Mrd. Euro auf dem sechsten Platz. Unter Berücksichtigung des sog. Leverage, d.h. der Kredite die Private Equity Firmen bei den Banken aufnehmen, dürfte aber das eingesetzte Kapital für Private Equity Vorhaben noch weit grösser sein.

Zahlreiche Studien finden empirische Evidenz für einen per Saldo positiven Effekt von Private Equity Investitionen auf Beschäftigung, Produktivität und Wachstum.* Nicht nur als Starthilfe für neue Firmen, sondern allgemein für KMUs spielt Private Equity eine wichtige Rolle. Für diese Unternehmungen bietet Private Equity grundsätzlich auch eine Alternative zur traditionellen Bankfinanzierung und kann helfen, Nachfolgeprobleme zu lösen. Aber auch viele Konzerne stützen sich zur Förderung ihrer Innovationskraft auf Start-up Unternehmen. Bei reifen und grossen Firmen lassen sich mit Private Equity über das Pooling von Kapital Aktionärsinteressen

* In Europa waren 2004 fast 6 Millionen Beschäftigte in von Private Equity finanzierten Unternehmen tätig. Das jährliche Beschäftigungswachstum betrug in der EU25 zwischen 2000 bis 2004 knapp 1%, bei buy-out finanzierten Unternehmen 2,4%, im Falle von Familienunternehmen 7% und bei venture capital finanzierten Unternehmen 30% (EVCA Research Paper „Employment contribution of Private equity and Venture Capital in Europe“). Verschiedene Studien weisen darauf hin, dass Private Equity finanzierte Firmen auch ein überdurchschnittliches Ertrags- und Produktivitätswachstum aufweisen. In dieselbe Richtung – aber weniger direkt messbar – dürften die durch Private Equity offensichtlich verstärkte Tendenz zu Produkt- und Prozessinnovation wirken (siehe z. B. Studies of the Economic Research Centre No 18/2004, Deutsche Bank, H. Hermann, T. Liebig, K.-H.. Tödter). So ist rund jeder dritte Angestellte in Venture finanzierten Unternehmen in der Forschung und Entwicklung tätig (EVCA Research Paper, November 2006).

gegenüber dem Management oft besser durchsetzen. Zudem können in vielen Fällen schwierige Restrukturierungen mit einem Private Equity Engagement und einem Going Private besser bewältigt werden, da die Firmen dann nicht mehr den Regeln für börsenkotierte Unternehmen unterliegen. Die vorliegenden Studien lassen insgesamt darauf schliessen, dass Private Equity Aktivitäten im Grundsatz nicht eingeschränkt werden sollten. Regulierungen sollten die offensichtlichen Chancen von Private Equity für das Wirtschafts- und Beschäftigungswachstum nicht gefährden.

Während Private Equity bei Start-ups und als Seed Capital kaum kontrovers ist, gibt es Bestrebungen, die Private Equity Aktivitäten bei Übernahmen von bestehenden börsenkotierten Firmen insbesondere durch die Verschärfung von Transparenzvorschriften zu erschweren. Ausgelöst wurden diese Bestrebungen durch z.T. unfreundliche Übernahmen von bekannten und wichtigen Firmen. Man mag diese Übernahmen im Einzelfall aus verschiedenen Gründen bedauern. Es trifft auch zu, dass nicht jede dieser Übernahmen aus volks- und betriebswirtschaftlicher Sicht Sinn machen mag. Es wäre aber voreilig und riskant, auf Basis von Einzelfällen eine unverhältnismässige Regulierung einzuführen.

Transparenz ist für börsenkotierte Firmen zentral. Sie ist vor allem ein Instrument für den Aktionärsschutz. Sie gibt aber auch dem Management Klarheit über die Veränderung von Besitzverhältnissen und garantiert eine gewisse Sicherheit für die unternehmerische Tätigkeit. Der Aufbau von grösseren Aktienpositionen ist daher offen zu legen. Einerseits muss das Netz zur Sicherstellung der Transparenz engmaschig genug sein, um sicherzustellen, dass Transparenzregeln nicht einfach - etwa unter Ausnutzung von modernen Finanzinstrumenten wie Optionen oder mit versteckten Club Deals - umgangen werden können. Klar und scharf sollten auch die Konsequenzen bei einer Missachtung oder mutwilligen Umgehung dieser Regeln sein. Dies gilt in diesem Zusammenhang auch für Insider-Regeln. Andererseits dürfen die Transparenzregeln nicht dazu führen, dass Übernahmen behindert oder gar verhindert werden. Die Möglichkeit, Firmen zu übernehmen und Besitzverhältnisse von Firmen zu verändern, ist für das Funktionieren einer Marktwirtschaft zentral. Übernahmen übermässig zu erschweren käme letztlich einer wesentlichen Benachteiligung des Wirtschaftsstandortes gleich. Dabei ist auch zu bedenken, dass Arbeitsplätze und Produktionsstandort nicht primär durch die Besitzverhältnisse, sondern durch die örtlichen Rahmenbedingungen bestimmt werden.

3. Regulierungsbedarf von Private Equity aufgrund der Systemstabilität?

Kommen wir zu der zweiten Frage, nämlich inwiefern spezieller Regulierungsbedarf aufgrund von Aspekten der Systemstabilität besteht. Regulierung wird hier aus der Überlegung gefordert, dass ein Ausfall einer grossen Private Equity Gesellschaft sich im Finanzsektor auf andere Firmen, insbesondere Banken, auswirken könnte. So könnten negative Rückkoppelungseffekte entstehen, welche die Funktionstüchtigkeit des Finanzsystems als ganzes beeinträchtigen würden.

Diese Frage ist derzeit besonders relevant, weil in letzter Zeit verschiedene Übernahmen als sogenannte Leveraged Buy Outs finanziert wurden. Dabei verschulden sich die involvierten Private Equity Firmen mit Hilfe von Investmentbanken massiv. Die Rückzahlung erfolgt oft aus dem Cash Flow der übernommenen Unternehmung. Die Ausfallrisiken dieser Kredite sind generell sehr schwierig abzuschätzen. Die zunehmende Vielfalt und Komplexität der angewandten Finanzinstrumente erschwert die Einschätzung weiter. Zudem stehen die Banken in einem harten Wettbewerb um Anteile an den Gebühren-Einnahmen von Geschäften mit Private Equity Firmen. Aufsichtsbehörden befassen sich daher zu Recht mit der Frage, ob diese Risiken auf dem Finanzmarkt und von den Banken nicht unterschätzt würden.

Eine direkte Regulierung von Private Equity Firmen zur Reduzierung von Systemrisiken scheint jedoch schwierig und wenig zweckmässig. Zum einen sind Private Equity Firmen in sehr unterschiedlichen rechtlichen Konstrukten gefasst. Es ist somit schwierig, die Private Equity Firmen gesetzlich zu erfassen; die Regelungen wären mithin einfach zu umgehen. Zum anderen ändert sich das Finanzmarkt Umfeld rasch, so dass eine Regulierung bald überholt sein könnte. In der Frage der Risiken von Private Equity für die Systemstabilität stehen wir praktisch vor der gleichen Ausgangslage wie bei den Hedge Funds. Dabei scheint aus heutiger Sicht v.a. ein "indirekter Ansatz" wesentlich zweckmässiger als eine direkte Regulierung. Dem Risikomanagement der Banken kommt beim indirekten Ansatz eine absolut zentrale Bedeutung zu. Dies deshalb, weil Schocks im Finanzmarkt vor allem über das Bankensystem auf die übrige Wirtschaft übertragen werden. Die Bankenregulierung soll sicherstellen, dass die Investmentbanken über ein

modernes Risikomanagement verfügen und somit Private Equity Firmen nur dann finanzieren, wenn dadurch keine übermässigen Risiken eingegangen werden.

Die Frage der Systemstabilität wird besonders brisant, wenn es um eine Übernahme von systemisch relevanten Banken geht. Eine solche Übernahme könnte allenfalls zu einem Vertrauensverlust bei den Sparern und zu einem massiven Rückzug von Depositen führen. Je nach Bedeutung der Bank könnte sich dieses Probleme wiederum auf das ganze Bankensystem übertragen. Nun gibt es sicher eine Reihe von offenen Punkten in dieser Debatte. Man muss sich aber vor Augen halten, dass bei der Übernahme von Banken selbstverständlich die Bewilligungsvoraussetzungen in jedem Fall weiterhin erfüllt sein müssen. In der Schweiz ist dafür die Eidgenössische Bankenkommission zuständig. Diese prüft, ob bei Übernahmen die Voraussetzungen für die Zulassung der bisherigen Bank noch vorhanden ist oder bei einer neu entstehenden Bank die Bankbewilligung überhaupt erteilt werden kann. Dazu müssen Grossaktionäre wie Management Gewähr für eine einwandfreie Geschäftsführung bieten. Die bestehende Regelung erlaubt daher bereits jetzt, bei der Übernahme von systemisch relevanten Banken bei Bedarf Massnahmen zu ergreifen. In der Diskussion um die Risiken von Private Equity ist es daher wichtig, Argumente für die Systemstabilität nicht als Vorwand für die generelle Abwehr von Übernahmen zu verwenden.

4. Regulierungsbedarf von Private Equity als Anlagevehikel?

Lassen Sie mich nun zur letzten Frage kommen, nämlich ob ein spezieller Regulierungsbedarf auf der Ebene von Private Equity als Anlagevehikel besteht. Hier sind zwei Aspekte interessant: Einerseits Private Equity als Teil der Finanzbranche und andererseits der Schutz der Anleger bei Private Equity Anlagen.

Private Equity gewinnt innerhalb des Finanzsektors zunehmend an Bedeutung. Die Schweiz hat traditionell einen wichtigen Finanzsektor. Private Equity Firmen sind aber noch unterproportional vertreten. Volkswirtschaftlich wünschenswert wäre die Ansiedlung der ganzen Wertschöpfungskette - also des Private Equity- und Fonds-Managements sowie deren Zulieferer - in der Schweiz. Es ist daher wichtig, die Rahmenbedingungen für diesen dynamisch wachsenden Teil der Finanzindustrie optimal auszugestalten. Dazu gehören insbesondere die Besteuerung sowie

auch - und damit verbunden - die Rechtsform von Private Equity Firmen. Mit der Einführung der Swiss Limited Partnership sollte es in der Schweiz zu einer deutlichen Verbesserung kommen. Zentral in diesem Bereich ist die steuerliche Transparenz, d.h. dass die Anleger und nicht die Firmen besteuert werden. Eine Knacknuss in dieser Frage ist aber immer noch die Besteuerung der Gewinne auf den Kapitalanteilen des Managements. Dabei sollte natürlich immer der Grundsatz beachtet werden, dass gleichartiges Einkommen auch gleich besteuert wird.

Private Equity ist traditionell eine Anlageklasse für institutionelle Anleger sowie Personen mit grossen Vermögen. In zunehmendem Masse ist Private Equity aber auch für Kleinanleger direkt zugänglich. Aus dieser Konstellation ergibt sich der Ruf nach Regulierung in der Absicht des Anlegerschutzes für Kleinanleger. Diese Bestrebungen haben aber auch eine Kehrseite: Eine regulatorische Ungleichbehandlung von sogenannten qualifizierten Investoren gegenüber Kleinanlegern führt nicht nur zu unterschiedlicher Risikokonstellation, sondern auch zu Unterschieden in den Renditemöglichkeiten für diese Anlegergruppen. Insgesamt gilt es, den Zugang zu innovativen Produkten für Kleinanleger nicht unnötig zu erschweren.

Von Interesse ist auch, dass Schweizer Pensionskassen derzeit noch wenig in Private Equity engagiert sind. Während in Europa 2005 im Durchschnitt jeder vierte Euro, der in Private Equity floss, aus Pensionskassen stammt, beträgt dieser Anteil in der Schweiz gemäss Angaben der EVCA lediglich 3%. Dies schränkt einerseits das Angebot an Risikokapital ein und limitiert andererseits die Beteiligung breiter Anlegerkreise an den Renditemöglichkeiten, die sich aus Private Equity ergeben.

5. Fazit

Lassen Sie mich nun kurz zusammenfassen. Die laufende Private Equity Diskussion ist durch stark unterschiedliche Positionen gekennzeichnet und wird hoch emotional geführt. Zur Wünschbarkeit oder Notwendigkeit von Regulierung scheint es mir wichtig, vor allem folgende drei Punkte festzuhalten:

Erstens sollte Private Equity als Aktivität nicht eingeschränkt werden. Die Möglichkeit, Firmen zu übernehmen und zu finanzieren, ist eine zentrale Voraussetzung für das Funktionieren einer

Marktwirtschaft. Die Unterstützung von jungen Unternehmen mit Risikokapital und Management Know-how ist dabei besonders wichtig. In der Schweiz ist der Anteil des Seed Capital an der Private Equity Aktivität im europäischen Vergleich bereits relativ hoch, wenn auch noch stark auf Unternehmen der Life Sciences und Hochtechnologie (insbesondere Pharma-, Biotech-Medtech- sowie Cleantech-Sektor) fokussiert. Das Voranschreiten auf diesem Weg sollte nicht durch Regulierung behindert, sondern gefördert werden. Bei der Übernahme von börsenkotierten Unternehmungen müssen Transparenzvorschriften eingehalten werden. Transparenzvorschriften haben den Zweck, Aktionäre gleich zu behandeln und Klarheit über Besitzverhältnisse zu schaffen. Sie sollten so ausgestaltet sein, dass sie nicht einfach umgangen werden können. Gleichzeitig sollten sie aber Übernahmen nicht verhindern oder eine Hürde für das Angebot an Risikokapital werden.

Zweitens sollten bei Aspekten der Systemstabilität nicht neue Regulierungsstrukturen geschaffen, sondern die bestehenden Strukturen allenfalls gestärkt werden. In diesem Zusammenhang gibt es zwischen Private Equity und Hedge Funds grosse Ähnlichkeiten. Zum einen kann festgehalten werden, dass die involvierten Marktteilnehmer bereits heute nicht im rechtsleeren Raum operieren können, sondern die Regelungen in Bezug auf ihre rechtliche Gesellschaftsform und ihre Geschäftstätigkeit einhalten müssen. Zum anderen zeigt sich, dass es für die Systemstabilität vor allem darauf ankommt, dass die wichtigen Investmentbanken über ein gutes Risikomanagement verfügen. Aus heutiger Sicht scheint dieser indirekte Ansatz zweckmässig, um möglichst sicherzustellen, dass im Finanzsektor keine übermässigen Risiken eingegangen werden.

Und schliesslich sollten drittens möglichst günstige Rahmenbedingungen geschaffen werden, um die ganze Wertschöpfungskette von Private Equity anzusiedeln. Die positiven volkswirtschaftlichen Effekte von Private Equity – v.a. im Bereich des Venture Capitals - beschränken sich nicht nur auf die damit verbundene Investitionstätigkeit. Private Equity Unternehmen selber sind ein zunehmend wichtiger Teil der Finanzindustrie. Der Finanzplatz Schweiz hat eine lange Tradition in der Vermögensverwaltung. Der Anteil der Private Equity Firmen ist noch sehr klein. Für den Finanzplatz Schweiz wäre die Ansiedlung von Private Equity Firmen eine wichtige Investition in die Zukunft. Die laufenden gesetzgeberischen Arbeiten bezüglich Rechtsform (z.B. der Swiss Limited Partnership) und zweckmässiger steuerlicher Behandlung sind daher zu

unterstützen, um der Branche in der Schweiz innerhalb der gegebenen Regeln ein optimales Umfeld zu ermöglichen.

Insgesamt gilt es bei der Regulierung von Private Equity die Balance zu halten, um Chancen für das Wirtschaftswachstum zu nutzen, ohne übermässige Risiken einzugehen. Angesichts der eingangs erwähnten unterschiedlichen Positionen, scheint mir der Dialog, das generelle Motto dieser Vortragsreihe, ganz zentral für den Fortschritt auf diesem Gebiet.