SSOAR

Open Access Repository

www.ssoar.info

Heuschreckenplage? Finanzinvestoren und ihr Einfluss auf die wirtschaftliche und soziale Unternehmensperformanz

Jörgensen, Jeppe F.

Veröffentlichungsversion / Published Version
Sammelwerksbeitrag / collection article

Empfohlene Zitierung / Suggested Citation:
Jörgensen, J. F. (2008). Heuschreckenplage? Finanzinvestoren und ihr Einfluss auf die wirtschaftliche und soziale Unternehmensperformanz. In K.-S. Rehberg (Hrsg.), *Die Natur der Gesellschaft: Verhandlungen des 33. Kongresses der Deutschen Gesellschaft für Soziologie in Kassel 2006. Teilbd. 1 u. 2* (S. 5683-5698). Frankfurt am Main: Campus Verl. https://nbn-resolving.org/urn:nbn:de:0168-ssoar-153853

Nutzungsbedingungen:
Dieser Text wird unter einer Deposit-Lizenz (Keine Weiterverbreitung - keine Bearbeitung) zur Verfügung gestellt. Gewährt wird ein nicht exklusives, nicht übertragbares, persönliches und beschränktes Recht auf Nutzung dieses Dokuments. Dieses Dokument ist ausschließlich für den persönlichen, nicht-kommerziellen Gebrauch bestimmt. Auf sämtlichen Kopien dieses Dokuments müssen alle Urheberrechtshinweise und sonstigen Hinweise auf gesetzlichen Schutz beibehalten werden. Sie dürfen dieses Dokument nicht in irgendeiner Weise abändern, noch dürfen Sie dieses Dokument für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, aufführen, vertreiben oder anderweitig nutzen.
Mit der Verwendung dieses Dokuments erkennen Sie die Nutzungsbedingungen an.

Terms of use:
This document is made available under Deposit Licence (No Redistribution - no modifications). We grant a non-exclusive, non-transferable, individual and limited right to using this document. This document is solely intended for your personal, non-commercial use. All of the copies of this documents must retain all copyright information and other information regarding legal protection. You are not allowed to alter this document in any way, to copy it for public or commercial purposes, to exhibit the document in public, to perform, distribute or otherwise use the document in public.
By using this particular document, you accept the above-stated conditions of use.

gesis Leibniz-Institut für Sozialwissenschaften

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Heuschreckenplage? Finanzinvestoren und ihr Einfluss auf die wirtschaftliche und soziale Unternehmensperformanz*

Jeppe F. Jörgensen

Im Frühjahr des Jahres 2005 löste Franz Münteferings Heuschreckenmetapher eine umfangreiche öffentliche Debatte aus, die bis heute andauert. Auslöser war der Verkauf deutscher Unternehmen und gemeinnütziger Wohnungsgesellschaften an Private Equity Fonds (PEFs). Einen weiteren Anlass lieferte das aggressive Verhalten eines anderen Investortyps – den Hedge Fonds (HFs) – auf den deutschen Aktienmärkten.

Neuerdings werden ähnliche Debatten in vielen weiteren Ländern geführt. Die Debatten sind überall stark polarisiert. Laut den Befürwortern sind PEFs und HFs Heilsbringer, die unter anderen zur Finanzierung und Modernisierung vieler Unternehmen beitragen oder für Liquidität in den Finanzmärkten sorgen. Kritiker sehen dagegen PEFs und HFs als zerstörerische Speerspitzen eines Finanzmarktkapitalismus, die unter anderen Arbeitsplätze vernichten und Instabilität auf den Finanzmärkten verursachen.

Mitunter scheinen die Debatten zum Thema PEFs und HFs vor allem auf polemischen Anekdoten und kaum auf sachlichen Informationen zu bauen. Ziel dieses Aufsatzes ist es daher, ein wenig zur Erhöhung des Informationsgehaltes der Debatten beizutragen. Nicht um Kritiken gegenstandslos zu machen, sondern um sie in Bahnen zu lenken, in denen sie nicht leichtfertig als Polemik der »Nichtwisser« abgetan werden können. So möchte ich zunächst die Charakteristiken von PEFs und HFs darstellen. Anschließend wird versucht, die Bedenken der Kritiker in einigen Thesen zusammenzufassen und die Hauptthese der Heuschreckendebatte einem kritischen Blick zu unterziehen.

---

* Der Beitrag ist in einer anderen Fassung in der Zeitschrift »Berliner Debatte Initial« erschienen.

Geschichte und Bedeutung von »Equity« und »Private«

Die ersten PEFs entstanden in den siebziger Jahren im angelsächsischen Raum. In Kontinentaleuropa sind sie seit Anfang der neunziger Jahre tätig. Schlagzeilen machten PEFs erstmals 1988, als der PEF Kohlberg Kravis Roberts (KKR) sich an einem Übernahmekampf um den US-Amerikanischen Nahrungsmittelriesen Nabisco beteiligte und gewann. Die Übernahme wurde in dem Bestseller »Barbaren vor dem Tor« (Burrough/Helyar 1990) heftig kritisiert, insbesondere die von KKR praktizierte Methode der fremdfinanzierten Übernahme (Leveraged Buy-out). So finanzierte KKR diese größtenteils mit Fremdkapital, um später seine Verbindlichkeiten bei den Gläubigern aus den Barmitteln von Nabisco zu zahlen.

In der englischen Sprache bezeichnet »Equity« unter anderen Anlagekapital. PEFs sind institutionelle Investoren, deren Anlagekapital typischerweise in zweierlei Hinsicht als Privat (Private) bezeichnet werden kann. Erstens wird das Anlagekapital nicht in Unternehmen investiert, die an einer Börse öffentlich (Public) gehandelt werden bzw. die Aktien werden nach dem Erwerb aus dem Handel genommen. Zweitens wird das Anlagekapital von PEFs nicht öffentlich – das heißt über die Börse – erworben, sondern stammt direkt von privaten Geldgebern.

Mittlerweile gibt es einige, vor allem große PEFs, bei denen das erste Kriterium nicht immer eingehalten wird. Minderheitsanteile an börsennotierten Gesellschaften werden von diesen inzwischen gekauft, obwohl die Unternehmensaktien im Nachhinein nicht aus dem Handel genommen werden. Der weltgrößte PEF Blackstone erwarb beispielsweise im Jahr 2006 von der Bundesregierung einen 4,5-Prozent-Anteil an der Deutschen Telekom. Auch am zweiten Kriterium rütteln Blackstone und weitere PEFs derzeit: Sie bringen Teile der Fonds an die Börse.

Organisation und Domizile von Private Equity Fonds

PEFs mit Sitz in Deutschland verwenden typischerweise die Rechtsform GmbH & Co. KG. PEFs, die in den USA, Großbritannien oder in Offshore Centern ansässig sind, verwenden meistens verschiedene Varianten des »Limited Partnership«. Die originären Kapitalgeber (Kommanditisten bzw. Limited Partners) vertrauen dabei ihr Geld einer Managementgesellschaft (dem Komplementär bzw. General Partner) an. Das Geld wird dann verbindlich in einem Fond für eine vorher vereinbarte Zeit gebündelt. Die Kapitalgeber selbst treffen keine Entscheidungen hinsichtlich der Verwaltung dieses Geldes. Diese Aufgabe wird stattdessen der Managementgesellschaft übertragen (Böttger 2006: 24f.).

Die einzelnen Managementgesellschaften bzw. PEFs unterstehen häufig einem Dachfond, der mehrere PEFs in seinem Portfolio hat. So ist beispielsweise Blackstone ein Dachfond, der mehrere Fonds aufgelegt hat. Obwohl Blackstone und weitere Dachfonds wie KKR formal nicht selbst investieren, sondern nur Kapitalanleger und einzelne Fonds beraten, werden sie in der öffentlichen Debatte auch oft als PEFs bezeichnet. Im Folgenden werde ich mich an diese Praxis halten.

Im Verhältnis zum Fondsvermögen sind die meisten PEFs kleine Organisationen mit wenig Personal. Die 170 in Deutschland tätigen PEFs beschäftigten im Jahre 2006 beispielsweise im Durchschnitt sieben Investmentmanager und drei weitere Mitarbeiter. Bei Projekten kommt ein großer Teil des Personalbedarfs meistens von außen – Investmentbanken, PR-Agenturen, Anwälte, Steuerberater etc.

In Deutschland hatten PEFs lange Zeit nur niedrige Anlagevolumina und einen zweifelhaften Ruf, weshalb die Rekrutierung von qualifizierten Managern schwierig war. Inzwischen beschäftigt die Branche häufig ehemalige Investmentbanker von großen angelsächsischen Banken. Auch Ex-Manager von großen internationalen Unternehmen sind heute in PEFs tätig. In den USA wechselten zum Beispiel die ehemaligen Vorstandsvorsitzenden von IBM und General Electrics zu PEFs. In Deutschland haben u.a. Klaus Esser (ehemals Mannesmann) und Ron Sommer (ehemals Deutsche Telekom) diesen Schritt vollzogen.

Die meisten und größten PEFs sind vorrangig in den USA oder Großbritannien ansässig. Im letzten Jahrzehnt ist die Zahl der in Kontinentaleuropa ansässigen Fonds aber gestiegen, wobei viele dieser Fonds Tochtergesellschaften von US-Amerikanischen oder britischen PEFs sind (Böttger 2006: 27). Aus steuerlichen Gründen haben mehrere PEFs formal ihr Domizil in Off-Shore Centren.

Einnahmequellen von Private Equity Fonds

Aus Sicht der Manager scheinen PEFs nicht nur wegen ihres wachsenden Investitionsvolumens, sondern auch wegen ihrer Vergütungsformen attraktiv zu sein. In der Regel gibt es für PEF-Manager mehrere Einnahmequellen. Zunächst berechnen PEFs ihren Geldgebern eine Managementgebühr (Management Fee). Die Managementgebühr beträgt meistens 1,5 bis 2,5 Prozent des Investitionsvolumens eines Fonds und wird in der Regel nur für Kosten für Gehälter, Mieten und Sachkosten der Management- und Dachgesellschaften verwendet. Haben PEFs bei ihrer Arbeit ein goldenes Händchen, dann kassieren sie eine Gewinnbeteiligung (Performance Fee). Normalerweise fordern die Kapitalgeber dabei eine Mindestrendite, die die Fonds erreichen müssen (Hurdle-rate). Wird diese Rendite übertroffen, so wird ein Teil der zusätzlichen Gewinne an die Managementgesellschaft ausgeschüttet. Je

nach Fond schwankt die Gewinnbeteiligung zwischen 10 Prozent und 30 Prozent. Neben diesen beiden Haupteinnahmequellen verlangen die PEFs von den Kaufobjekten oft eine so genannte Aufsichtsgebühr (Monitoring-Fee). Nach einer Berechnung der auf PEFs spezialisierten Anwaltskanzlei Dechert beträgt diese Gebühr im Durchschnitt 1,6 Prozent, manchmal bis 5 Prozent des Firmen-Ergebnis vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen. Neben der Aufsichtsgebühr stellen Fonds dem aufgekauften Unternehmen zusätzlich eine Transaktionsgebühr in Rechnung. Laut Dechert liegt sie zwischen 0,5 Prozent und 2 Prozent des Transaktionsvolumens (Dechert 2003).

Schließlich werden Projektkosten für die Unterstützung durch Investmentbanken, PR-Agenturen, Anwälte, Wirtschaftsprüfer, Steuerberater etc. in aller Regel dem Zielunternehmen aufgebürdet (Böttger 2006: 25f.). Dabei geht es mitunter um sehr große Summen. Als im letzten Jahr ein Konsortium von fünf PEFs das dänische Telekommunikationsunternehmen TDC kaufte, wurden die Kosten für Berater zum Beispiel auf 524 Millionen Euro veranschlagt. Dies entspricht etwa 4,5 Prozent der Kaufsumme von 12 Milliarden Euro (PES 2007: 205).

Investitionsziele und Verwertungsstrategien von Private Equity Fonds

PEFs investieren ausschließlich in Unternehmen. Die Ziele und Strategien für den Einstieg sind aber nicht homogen, sondern werden häufig in Wagniskapital (Venture Capital) sowie Übernahmen (Buy Outs) unterteilt. Erstere strebt Beteiligungen an jungen Unternehmen in der Gründungs- oder Wachstumsphase an, letztere die Übernahme von reifen oder sanierungsbedürftigen Unternehmen. Eine Analyse von Investitionen der PEFs in Europa zeigt, dass – mit Ausnahme der Boomjahre der New Economy – mehr als drei Viertel der Investitionen in Übernahmen fließen und die restlichen Mittel als Wagniskapital eingesetzt werden (EVCA 2007b: 7f.). Der relativ geringe Anteil der Mittel, der als Wagniskapital investiert wird (21%), verteilt sich auf eine große Anzahl an Unternehmen (6.252 Unternehmen), während sich die Mittel, die in Übernahmen fließen (79%) auf deutlich weniger Unternehmen konzentrieren (2.331 Unternehmen). Somit scheint die Beobachtung, dass viele PEFs derzeit vor allem an der Übernahme immer größerer Unternehmen interessiert sind, auch in den Statistiken erkennbar zu sein (EVCA 2007b: 9).

Egal ob Wagniskapital oder Übernahme, das primäre Ziel einer Investition ist es meist, sehr hohe Renditen von über 20 Prozent auf das eingesetzte Kapital zu erreichen. Dies passiert vor allem auf zwei Wegen. In dem Umfang, in dem die auf das

Gesamtkapital entfallende Rendite die Fremdfinanzierungskosten – einschließlich ihrer wertsteigernden steuerlichen Abzugsfähigkeit – übersteigen, steigt auch die Eigenkapitalrendite (Leverage Effect). PEFs verwenden deswegen erstens einen möglichst großen Anteil an Fremdkapital, um ihre Beteiligungen zu finanzieren. Zinsen und Tilgungsraten zahlen PEFs anschließend aus den Barmitteln (Cash-Flow) des übernommen Unternehmens. Dabei erhalten die Fremdkapitalgeber aber das Recht, sehr restriktive Bedingungen hinsichtlich des Verhältnisses zwischen Barmitteln und Zins- und Tilgungszahlungen zu formulieren. Dies erfordert wiederum oft eine sehr radikale Umsetzung der Unternehmensplanung.

Diese Vorgehensweise scheint im Falle vieler deutscher Aktiengesellschaften besonders attraktiv zu sein. Die Relation zwischen dem Unternehmenswert (der Summe aus Börsenkapitalisierung und Nettoverschuldung) und dem Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (Ebidta) oder den freien Barmitteln (operativer Mittelzufluss minus Sachinvestitionen) ist in diesen häufig relativ gering. Damit werden sie zu interessanten Übernahmeobjekten. Ist eine Übernahme aufgrund der Größe eines Unternehmens oder anderer Faktoren nicht möglich, kaufen PEFs dennoch manchmal Minderheitsbeteiligungen, um beispielsweise eine erhöhte Fremdkapitalaufnahme zu erzwingen und/oder die überschüssigen freien Barmittel in Form von Dividenden oder Aktienrückkaufen an die Aktionäre ausgeschüttet zu bekommen (Handelsblatt 2005). Wie weiter unten dargestellt wird, verfolgen HFs zunehmend ähnliche Strategien.

Der zweite Weg, um die hohen Renditeziele zu erreichen, ist die Steigerung des Unternehmenswertes bzw. der Weiterverkauf des Unternehmens zu einem höheren Preis. Der Zeithorizont für die Wertsteigerung und den Weiterverkauf von Unternehmen ist variabel, je nach Investitionsobjekt und PEF: Häufig 4 bis 7 Jahre, manchmal aber auch nur wenige Monate oder Jahre.

Es gibt eine Reihe verschiedener Möglichkeiten des Weiterverkaufs (Exit-Option). Manchmal werden erworbene Unternehmen an andere PEFs weiterverkauft, so zum Beispiel im Falle des Sanitärwarenherstellers Grohe (Secondary Sale bzw. Secondary Buyouts). Eine weitere Exit-Option ist der Verkauf eines erworbenen Unternehmens an einen strategischen Investor, der sich am Unternehmen mit dem Ziel beteiligt, dieses als Ergänzung zu seinem existierenden Portfolio langfristig an sich zu binden (Trade Sale). Je nach Produktmarkt-, Unternehmens- und Konjunkturlage werden erworbene Unternehmen auch manchmal an die Börse gebracht (Intitial Public Offering; IPO).

Erworbene Unternehmen werden nicht nur als Ganzes, sondern in manchen Fällen auch in Teilen weiterverkauft. Diese Exit-Option wird häufig bei fast insolventen Unternehmen verwendet. Hier steigen PEFs ein und übernehmen die Forderungen, der mit großen Abschlägen ausbezahlten Gläubiger, weil sie vom Verkauf werthaltiger Unternehmensteile (Asset Stripping) oder dem Weiterverkauf der

übernommenen Forderungen Profite erwarten. PEFs, die solche Strategien praktizieren, werden oft als »Geierfonds« (Vulture Funds) bezeichnet. In Deutschland saßen »Geierfondsvertreter« unter anderem bei Karstadt-Quelle mit am Verhandlungstisch. Gegenüber eher traditionellen PEFs sind Geierfonds – ähnlich wie Hedge Fonds – durch ein relativ hohes Maß an Freiheit bei der Wahl ihrer Investments gekennzeichnet (Böttger 2006: 42). So haben als Geierfonds bekannte PEFs wie Lone Star, Cerberus und Fortress sich beispielsweise an Aufkäufen von ehemals gemeinnützigen Wohnungsunternehmen in Deutschland beteiligt (Opperman 2006: 12).

Private Equity Fonds – das Marktvolumen und die Anleger

Laut Schätzungen des EVCA hatten PEFs im Jahr 2002 weltweit Anlagekapital im Wert von 90 Milliarden Euro gesammelt. Im Jahr 2006 waren es 260 Milliarden Euro (EVCA 2007b: 4). Das entspricht in etwa dem Bruttoinlandsprodukt von Österreich im gleichen Jahr. In den letzten Jahren ist das globale Marktvolumen von PEFs also nicht nur rasant gestiegen, sondern auch auf einem sehr hohen absoluten Niveau angelangt. So schätzen Experten beispielsweise, dass in 2006 rund ein Drittel des Gesamtpreises von Unternehmensübernahmen im US-Raum von PEFs finanziert wurde. In 2001 sollen es dagegen nur 3 Prozent gewesen sein (Wharton 2007).

Im Jahr 2000 – auf dem Gipfel der New Economy Blase – verfügten PEFs in Europa bereits über fast 50 Milliarden Euro an Kapital. Im Jahr 2006 wurde knapp das Doppelte – 90 Milliarden Euro – eingesammelt (EVCA 2007b: 3). Die in Europa ansässigen PEFs haben 2006 somit rund ein Drittel der weltweit von PEFs verwalteten Mittel einsammeln können.

Der Standort eines PEF sagt immer weniger über die Zielländer der PEF-Investitionen aus. In Europa ist das Volumen von grenzüberschreitenden PEF- Investitionen zwischen 1996 und 2005 beispielsweise von 16 auf 38 Prozent gestiegen. Die PEFs scheinen jedoch nicht dort zu investieren, wo sie mit wenig Konkurrenz rechnen müssen, sondern bevorzugt in Ländern mit gut funktionierenden Private Equity Märkten und starken Wettbewerbern. So ist neben den Vereinigten Staaten vor allem Großbritannien ein beliebtes Zielland für international agierende europäische PEFs (Tykvová/Schertler 2006).

Es sind nicht nur die Investitionen von PEFs, die umworben sind. Angesichts der oben skizzierten Einnahmen der PEFs und der Tatsache, dass PEF-Investitionen zu zwei Dritteln im Land der PEFs verbleiben, sind auch die PEFs selbst umworben. Dies kam jüngst in verschiedenen Zeitungsberichten zum Ausdruck. Der Anlass war die Veröffentlichung eines Gutachtens zum Thema PEFs, das im Auftrag des Bundesfinanzministeriums erstellt worden war. In den Berichten wurde

hervorgehoben, dass Deutschland zwar zwölf Prozent der europäischen Private Equity Investitionen anzieht, jedoch nur sechs Prozent der Gelder von PEFs verteilt werden, die ihren Sitz im Lande haben. Wenn dieser Anteil auf zehn Prozent steige, könnten – so der Tenor der Berichte – eine erhebliche Zahl von hochdotierten Jobs und zusätzliche Steuereinnahmen geschaffen werden (vgl. z.B. Wirtschaftswoche 2007).

Wie oben erwähnt, sind PEFs Finanzintermediäre, die das Geld im Auftrag von Anlegern verwalten. Das sind nur selten Kleinanleger. Ursprünglich waren die Anleger von PEFs vor allem sehr vermögende Privatpersonen. Inzwischen kommt der überwiegende Teil der von PEFs verwalteten Gelder von Rentenfonds, Dachfonds und Banken. Dies gilt mit unterschiedlichen Abweichungen sowohl für die amerikanischen und europäischen Fonds (s. Tabelle 1).

Anleger	*Anteil der Anlagen in 2006 (in Prozent; europäische PEFs)*
Rentenfonds	25,7
Dachfonds	21,1
Banken	18,7
Versicherungen	9,0
Sonstige	7,4
Private Anleger	6,7
Staatliche Einrichtungen	6,5
Industrie	1,9
Kapitalmarkt	1,7
Akademische Einrichtungen	1,4

Tabelle 1: Die Anleger der Private Equity Fonds

(Quelle: EVCA 2007b: 6, in Zusammenarbeit mit PWC und Thomson Financia)

Hedge Fonds contra Private Equity Fonds: Unterschiede und Gemeinsamkeiten

Die ersten Hedge Fonds (HF) wurden bereits in den späten 40er Jahren gegründet, also viel früher als die ersten PEFs. Es ist schwierig, HFs definitorisch einzugrenzen. »Hedge« kann mit »Absichern« oder »Abschirmen« übersetzt werden. So wurden HFs ursprünglich zur Absicherung gegenüber Marktschwankungen entwickelt (Pichl 2001: 5).

Mehrere der von HFs verfolgten Strategien sind in vielen Ländern für öffentlich angebotenen Investmentfonds nicht erlaubt. Deswegen werden HFs normalerweise nicht als Fonds organisiert, sondern als »Limited Partnerships« bzw. GmbH & Co. KG. Die Anleger sind somit Teilhaber eines Unternehmens, haften jedoch nur mit ihrer Kapitaleinlage. Im Gegensatz zu PEFs können Anleger zudem meist ihre angelegten Mittel relativ kurzfristig, zum Beispiel jährlich, kündigen (Böttger 2006: 53).

Um verschiedenen Steuer- und/oder Finanzmarktgesetzten auszuweichen, haben diese Gesellschaften viel öfter ihr Domizil in regulierungsarmen Off-Shore Centern, als es bei PEFs der Fall ist. So werden laut Schätzungen der EZB bis zu 70 Prozent der Kapitalanlagen im HF-Markt durch Off-Shore Fonds verwaltet (EZB 2006: 133). Trotz der großen Popularität von Off-Shore Centern sind die meisten HF auch On-Shore stark vertreten, zum Beispiel durch Fondmanager und externe Investmentbanker (Prime Brokers), die im Auftrag von HF Dienstleistungen wie die Kreditfinanzierung und die operationelle Durchführung von Geschäften übernehmen.

Ähnlich wie bei PEFs sind die Gebühren der HFs in der Regel hoch. Managementgebühren liegen typischerweise bei ein bis zwei Prozent des Investitionsvolumens eines Fonds. Darüber hinaus verlangen auch HFs Gewinnbeteiligungen, die häufig bei mehr als 20 Prozent der erzielten Gewinne liegen.

Im Gegensatz zu PEFs, die ausschließlich in Unternehmen investieren und sich dort häufig mehrere Jahre engagieren, zeichnen sich HFs durch die Spekulation mit einer Vielzahl von Anlageobjekten – Währungen, Anleihen, Rohstoffen, Aktien – und einem meist sehr kurzfristigen Investitionshorizont aus. Dabei verfolgen HFs eine Vielzahl von unterschiedlichen Strategien.

Grundsätzlich kann zwischen Strategien mit geringem und hohem Marktrisiko sowie einigen Zwischenstufen unterschieden werden. Niedrige Marktrisiken weisen beispielsweise so genannte marktneutrale Strategien auf (Relative Value), bei denen Fondmanager Kursabweichungen zwischen verschiedenen Wertpapieren (meist gleicher Arten) nutzen. Das andere Extrem sind die so genannten direktionalen sowie ereignisorientierten (Event Driven) Strategien. Sie setzen bewusst auf Trends und gehen nicht nur ein hohes Marktrisiko ein, sondern versuchen durch den Einsatz von derivaten Finanzinstrumenten, so genannten Leerverkäufen (Short Selling) und erheblichen Kreditaufnahmen (Leverage) die Gewinnchancen zu erhöhen. Folgt man dieser Risikoklassifikation, ist es auffällig, dass mehr als 70 Prozent der Kapitalanlagen von HF derzeit als sehr riskant eingestuft werden können. Allerdings scheint diese Tendenz rückläufig zu sein (s. Tabelle 2).

Strategien	*Risiko*	*1996*	*2006*
Direktionale	Hoch	80%	52%
Ereignisorientierte	Hoch	11%	20%
Marktneutrale	Niedrig	8%	16%
Andere	Ungewiss	1%	12%

Tabelle 2: Strategien der Hedge Fonds und ihre Risiken

(Quelle: ECB 2006b: Statistical Annex, Chart S.15.)

Auch in der Vergangenheit haben HFs Unternehmensbeteiligungen gekauft, allerdings selten mit dem Ziel, Einfluss auf die Unternehmensstrategie auszuüben. In den letzten Jahren scheint sich dies zu ändern. HFs steigen nun auch vermehrt bei Unternehmen ein, um beispielsweise die Ablösung des Managements voranzutreiben, Reserven ausschütten zu lassen, höhere Dividenden durchzusetzen oder eine Aufspaltung und Veräußerung von Unternehmen zu erzwingen.

Ein aktuelles Beispiel dafür ist der TCI, ein britischer HF mit Sitz auf den Cayman Islands. Anfang 2007 hat TCI rund 1 Prozent der Aktien der niederländischen Großbank ABN Amro gekauft. Danach wurden die Aktien von ABN Amro, die sich größtenteils in Streubesitz befinden, zum Spekulationsobjekt. Laut Marktbeobachtern versucht TCI die Übernahme von ABN Amro durch die britische Großbank Barclays durch die Anzettelung eines Bieterkampfs zu verhindern. Stattdessen arbeitet TCI an der Zerschlagung des wirtschaftlich gesunden Unternehmens. So könnte der Verkauf von einzelnen Sparten der ABN Amro laut TCI weit mehr bringen als die Veräußerung des Unternehmens im Ganzen (Frankfurter Rundschau 2007; Handelsblatt 2007).

Auch in vielen anderen Fällen – so zum Beispiel im Fall der Deutsche Börse AG (Seifert/Voth 2006) – nähern sich die Strategien und Anlageziele von HFs und PEFs an. Manche PEFs reagieren auf die neue Konkurrenz, indem sie selbst HFs im ursprünglichen Sinn auflegen. Dies ist zum Beispiel bei den traditionell als PEFs bekannten Fonds Carlyle und Blackstone der Fall. Bemerkenswert ist auch die Tendenz zum schnellen Weiterverkauf (Quick Flips), bei denen PEFs Unternehmensanteile nicht, wie von ihnen häufig propagiert, 4 bis 7 Jahre lang behalten, sondern schnell wieder veräußern. Schließlich ist es auffällig, dass PEFs – wie bei dem eingangs erwähnten Fall Blackstone/Deutsche Telekom – wieder verstärkt über Minderheitsbeteiligungen nachzudenken scheinen.

Es kann verschiedene Gründe für die strategische Neuausrichtung von HFs und PEFs geben. Ein möglicher Grund sind die gesunkenen Erträge der HFs (ECB 2006b: 41f.). Die Zeiten, in denen sie regelmäßig zweistellige Renditen erzielen konnten, scheinen vorbei. Im vergangen Jahr erzielten einigen der größten Fonds

schlechtere Ergebnisse als die weltweiten Aktienmärkte. Man könnte auch politisch-regulatorische Gründe hinter der Neuausrichtung vermuten. So gibt es unterschiedliche Vorstellungen darüber, inwieweit Pensionsfonds Gelder in HFs oder PEFs anlegen dürfen. Wenn die Grenzen zwischen HFs und PEFs verschwimmen, wird eine derzeit von vielen Seiten geforderte Regulierung erschwert.

Im Jahr 1990 lag die Zahl der HFs bei rund 2.000. Inzwischen ist die Zahl auf mehr als 10.000 angestiegen. Gleichzeitig ist das von HFs verwaltete Vermögen ebenfalls rasant gestiegen und hat konservativen Schätzungen zufolge im Jahr 2006 eine Summe von über 1.400 Milliarden US-Dollar überschritten (s. Abbildung 1). Das entspricht in etwa dem Bruttoinlandsprodukt von Italien. Unter den HF Anlegern sind vermögende Privatpersonen sehr viel stärker vertreten als dies bei PEFs der Fall ist (s. Tabelle 3). 1996 haben sie ganze 62 Prozent des Anlagekapitals gestellt. Dieser Anteil ist bis zum Jahr 2005 auf 44 Prozent gesunken – wohl gemerkt vor dem Hintergrund einer viel größeren Gesamtsumme. Es muss hervorgehoben werden, dass auch die Gelder von Rentenfonds zunehmend von HFs verwaltet werden. Studien zufolge wird sich dieser Trend auch in diesem Jahr fortsetzen (PES 2007: 19). Zwischen 1996 und 2005 haben schließlich Dachfonds von HFs (Fund of Funds), die ihrerseits in einzelne HFs investieren, ihren Anteil an den Gesamteinlagen von 16 auf 30 Prozent fast verdoppeln können. Das ist unter anderen deswegen interessant, weil in Deutschland bislang keine Einzelfonds, seit 2004 aber Dachfonds zugelassen sind.

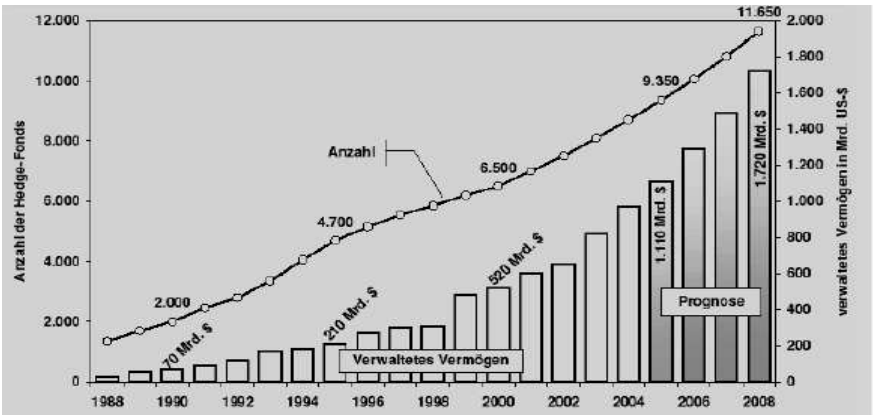

Abbildung 1: Anzahl und verwaltetes Vermögen von Hedge Fonds (Mrd. US$)

(Quelle: Greenwich Alternative Investments (2006) sowie der Hennessee Group (2000)

Anleger	*Anteil der Anlagen (in Prozent; aller HFs)*	
	1996	2005
Private Anleger	62	44
Dachfonds (Fund of Funds)	16	30
Rentenfonds	5	12
Industrie und weitere Institutionen	10	7
Stiftungen, Akademische Einrichtungen etc.	7	7

Tabelle 3: Die Anleger der Hedge Fonds

(Quelle: Hennessee Group LLC zitiert in PES 2007: 18.)

Die Bedenken der Kritiker von Private Equity und Hedge Fonds

Nachdem in den vorangegangenen Abschnitten versucht wurde, die Charakteristiken und das Umfeld von PEFs und HFs möglichst wertfrei darzustellen, wende ich mich nun den Bedenken der Kritiker zu. Diese sind vielfältig und mitunter undeutlich artikuliert. Nichtsdestoweniger möchte ich sie grob in vier Thesen zusammenfassen.

These I bezieht sich auf die öffentlichen Haushalte. Sie besagt, dass die Aktivitäten von PEFs und HFs zu erheblichen Einnahmeausfällen in den öffentlichen Haushalten führen würden. Zum einen, indem PEFs die zwecks Übernahme aufgenommenen Darlehen ihren Portfoliounternehmen aufbürden und die Zinszahlungen als Betriebsausgaben steuerlich geltend machen. Zum anderen durch die verbreitete Praxis, vor allem von HFs, in Off-Shore Centern ansässig zu sein (vgl. z.B. PES 2007: 95ff.).

These II stellt die öffentliche Daseinsvorsorge in den Fokus und behauptet, dass sich das Ziel einer hochwertigen öffentlichen Daseinvorsorge nicht mit der Übernahme von Versorgungsunternehmen durch PEFs vereinbaren ließe. Dabei seien es vor allem die hohen Renditeerwartungen und das zeitlich begrenzte Engagement von PEFs, die den Kritikern zufolge im Widerspruch zur Erfüllung der Ziele der Daseinsvorsorge stünden, so zum Beispiel im Bereich des in Deutschland viel beachteten gemeinnützigen Wohnungsbaus oder bei der Gesundheitsvorsorge und Pflege (vgl. z.B. Hall 2006).

These III bezieht sich auf die Finanzmärkte. Dieser These zufolge seien die Aktivitäten von PEFs und HFs mit erheblichen Gefahren für die Stabilität der Finanzmärkte verbunden. Dies hänge mit dem zunehmenden Marktvolumen von

beiden, PEFs und HFs, vor allem aber auch mit den zum Teil sehr riskanten Strategien von HFs zusammen (vgl. z.B. ECB 2006: 146ff.).

These IV besagt, dass die Aktivitäten von PEFs und HFs zu einer Verschlechterung der langfristigen Wettbewerbs- und Innovationsfähigkeit von Unternehmen führen würden, sowie zum Verlust von Arbeitsplätzen oder der Verschlechterung von Arbeitsbedingungen (vgl. z.B. PES 2007: 83ff.).

Im Folgenden soll allein die letzte These einen kritischen Betrachtung unterzogen werden – aus Platzgründen und weil sie die Kernthese der von Münteferings Heuschreckenmetapher angestoßenen Debatte ist.

Schaut man auf die Bereitstellung von Wagniskapital durch PEFs, würde sich die These kaum bestätigen. Denn Wagniskapital fließt in der Regel in Unternehmen und Aktivitäten, die häufig unterfinanziert sind, die auf die Innovation von neuen Technologien und Produkten zielen und – sollten diese realisiert werden – neue Arbeitsplätze schaffen könnten. Noch weniger wird die These bestätigt, wenn man den bisherigen Löwenanteil von HF-Investitionen betrachtet. Solche Investitionen fließen schlicht nicht in Unternehmen und können sie somit auch nicht – zumindest nicht direkt – beeinflussen.

Die These könnte sich aber bestätigen, wenn man auf den wachsenden Anteil von HF-Investitionen blickt, die auf einen kurzfristigen Einfluss auf Unternehmen abzielen. HFs agieren gegenüber diesen Unternehmen häufig im Verborgenen und geben sich als Anteilseigner von Unternehmen erst nach Überschreiten bestimmter Schwellenwerte zu erkennen. Zudem handeln sie oft höchst aggressiv, ohne erkennbar am Überleben des Unternehmens interessiert zu sein.

Die These könnte sich ebenfalls bestätigen, wenn man auf die Auswirkungen von Übernahmestrategien der PEFs schaut; Strategien, die bei der Verwendung von mehr als drei Vierteln der Finanzmittel von PEFs angewendet werden. Oben wurde hervorgehoben, dass PEFs bei Übernahmen häufig ein großes Volumen an Fremdkapital verwenden; Fremdkapital, dessen Tilgung und Verzinsung den Zielunternehmen aufgebürdet wird. Dies erfordert wiederum oft eine sehr radikale Umsetzung der Unternehmensplanung, umso mehr, wenn man bedenkt, dass Fremdkapitalgeber meist sehr restriktive Bedingungen hinsichtlich des Verhältnisses zwischen Barmitteln eines Unternehmens und Zins- und Tilgungszahlungen formulieren. Außerdem sind auch die Renditeerwartungen der PEFs und die Einnahmeerwartungen ihrer Manager vergleichsweise hoch. Dies mag bei einem sehr profitablen Unternehmen unproblematisch sein. Bleiben die großen Profite aus, könnten die Last des Fremdkapitals und hohe Renditeerwartungen aber zu einer Reduktion von Investitionen und damit auch des Wettbewerbs- und Innovationspotentials von Zielunternehmen führen. Ferner werden auch bei guter Geschäftslage allerlei Sparmaßnahmen ergriffen, die auch kurzfristig auf Kosten von Stellen, Lohn- und Arbeitsbedingungen, betrieblicher Aus- und Weiterbildung etc. gehen. Den PEFs

wird häufig vorgeworfen, solche Vorhaben mittels besonderer Vergütungs- und Optionsprogramme durchzusetzen und unheilige Allianzen mit dem Management der erworbenen Unternehmen zu schmieden, unter anderen um in Deutschland die betriebliche Mitbestimmung auszuhebeln.

Oben wurde gezeigt, dass nicht alle Übernahmestrategien von PEFs gleich sind. Unmittelbar scheint die klassische Variante Übernahme-Restrukturierung-Weiterverkauf am wenigsten problematisch, vor allem wenn sich die Restrukturierungsphase über einen längeren Zeitraum dehnt, in dem Unternehmen auch vom Druck anderer Aktionäre oder Kapitalmarktteilnehmer befreit sind. Je länger der Zeithorizont, desto höher ist auch die Wahrscheinlichkeit, dass PEFs sich mit den gekauften Unternehmen strategisch und operational auseinandersetzen.

Anders verhält es sich mit der an Popularität gewinnenden Variante Übernahme-schneller-Weiterverkauf, die weder eine Entkoppelung von den Finanzmärkten, noch strategisches und operationelles Engagement seitens der PEFs verspricht. Die letzte Variante der Übernahmestrategien, des von Geierfonds praktizierten Übernahme-Zerschlagung-Weiterverkauf scheint auch keineswegs unproblematisch. Hier muss man jedoch berücksichtigen, dass Geierfonds häufig in Unternehmen investieren, die sich in einer kritischen Lage befinden. So wird die Beurteilung von Auswirkungen auf Unternehmen und Beschäftigte schwierig, weil das Alternativszenario vielleicht noch schlimmer gewesen wäre.

Ungeachtet der Variante der Übernahmestrategie besteht schließlich ein allgemeines Problem hinsichtlich der Interessenlage der originären Kapitalgeber und Fondsmanager. Geteilte Interessen sind vorhanden, solange es aufwärts geht, nicht jedoch in Krisenzeiten (s. Perfomance Fee). Vor diesem Hintergrund haben PEF-Manager ceteris paribus einen starken Anreiz, Investitionen bzw. Fonds abzustoßen, wenn die wirtschaftliche Entwicklung der Portfoliounternehmen nicht den Erwartungen entspricht. Dies kann eine Quelle von Unsicherheit für die betroffenen Unternehmen sein und vielleicht auch die steigende Zahl schneller Weiterverkäufe erklären.

Bislang gab es keine umfangreiche empirische Forschung zu den skizzierten Überlegungen. Eine der wenigen empirischen Studien wurde von PriceWaterhouse Coopers (2005) im Auftrag des Dachverbands deutscher PEFs (BVK) erstellt. Die Studie fokussiert ausschließlich auf Deutschland und fragt, »welchen Beitrag Private Equity zur Entwicklung der Volkswirtschaft leistet und wie dieses Finanzprodukt von den Portfoliounternehmen wahrgenommen wird«. Im Ergebnis stellt die Studie Folgendes über PEFs fest:

»Sie schaffen langfristig eine deutliche Anzahl neuer Arbeitsplätze, steigern die Umsätze signifikant und verbessern die Gewinnsituation der Unternehmen nachhaltig. Arbeitsplätze werden dabei nicht nur in jungen, stark wachsenden Unternehmen, die in dynamischen Branchen tätig sind, sondern auch in etablierten Branchen geschaffen« (ebd.: 225).

Diese Ergebnisse werden oft in die Debatte hineingetragen. Sie sind allerdings nicht so belastbar wie die hier zitierte Zusammenfassung vermuten lässt. So basieren die Ergebnisse erstens auf einer Fragebogenuntersuchung unter PEFs und den häufig von ihnen eingesetzten oder gebilligten Managements ihrer Portfoliounternehmen. Somit kann nicht ausgeschlossen werden, dass die Ergebnisse durch die Interessen und Selbstwahrnehmung dieser Akteure einer Verzerrung unterliegen. Zweitens stützen sich die Ergebnisse weitgehend auf die vielen Fälle, in denen die als besonders problematisch bewerteten Übernahmestrategien nicht verfolgt wurden. Dies ist bedenklich, weil diese Fälle nominal zwar bei Weitem den Großteil der Unternehmen betreffen, jedoch einen geringen Teil des Investitionsvolumens ausmachen. Bei Übernahmen verhält es sich genau umgekehrt. Drittens wird nicht erwähnt, dass in den Fällen, in denen zwischen Übernahmen und anderen Strategien differenziert wird, die Auswirkungen von Übernahmen häufig negativ sind. Schließlich wird bei den Auswirkungen in Schlüsselbereichen wie Investitionen und Beschäftigung entweder keine oder eine unzureichende Differenzierung zwischen verschiedenen Strategien vorgenommen.

Im Herbst 2006 hat das dänische Wirtschaftsministerium als erste Regierungsinstitution in der EU eine Studie zu PEFs in Dänemark veröffentlicht (Oekonomi- og Erhvervsministeriet 2006). Die Studie kommt weithin zu den gleichen Konklusionen wie die PriceWaterhouseCoopers Studie. Sie leidet aber auch unter den gleichen Schwächen: Die mangelnde Berücksichtigung unterschiedlicher Strategien der PEFs. Zudem bleiben eine Reihe weiterer, vorrangig sozialer Belange in beiden Studien unberücksichtigt, wie zum Beispiel Lohn- und Arbeitsverhältnisse der Beschäftigten in Portfoliounternehmen von PEFs.

Im Allgemeinen scheinen die wenigen verfügbaren empirischen Studien dieselben Schwächen aufzuweisen. Vor diesem Hintergrund ist es begrüßenswert, dass ein Expertenbericht im Auftrag der Fraktion der Sozialdemokraten im Europäischen Parlament jüngst auch die Frage gestellt hat, wie sich die Übernahmen durch PEFs auf Zielunternehmen auswirken (PES 2007: 168ff.). Empirisch basiert der Bericht vor allem auf einer Vielzahl von Fallstudien europäischer Unternehmen. Insgesamt zeichnen die Fallstudien ein viel differenzierteres Bild der Auswirkungen von PEF Aktivitäten, als die oben erwähnten Studien. Einerseits gibt es viele Unternehmen, die nach einer Übernahme durch PEFs wirtschaftlich und/oder beim Erhalt oder der Schaffung von Arbeitsplätzen schlechter gefahren sind. Dabei scheint vor allem die Belastung durch hohe Schulden oder Unsicherheit hinsichtlich der Dauer des Engagements von PEFs das Problem gewesen zu sein, sowie das Fehlen von überzeugenden Geschäftkonzepten oder Personal, das die Konzepte umsetzen kann.

Umgekehrt gibt es eben auch mehrere Firmen, die nach dem Einstieg eines PEFs wirtschaftlich besser dastehen und zudem auch noch Arbeitsplätze erhalten

oder geschaffen haben. Dies scheint vor allem bei Unternehmen der Fall zu sein, die auf Grund ihrer wirtschaftliche Lage imstande waren, hohe Schulden zu stemmen und bei Unternehmen, in denen PEFs ein längerfristiges sowie strategisch und operationell fundiertes Konzept durchgesetzt haben. In vielen der genannten »Negativ-« und »Positiv-Fälle« ist es allerdings schwierig, den genauen Einfluss von PEFs auf die Situation eines Unternehmens auszumachen.

Zusammenfassend kann festgestellt werden, dass sich die These Franz Münteferings bezüglich der negativen wirtschaftlichen und sozialen Auswirkungen von PEFs sich keineswegs eindeutig verwerfen lässt – sie lässt sich allerdings auch nicht eindeutig bestätigen. Vielmehr plädiere ich für einen differenzierten analytischen Blick auf die Thematik und entsprechende empirische Forschungen. An beidem mangelt es bis heute, auch aus der Soziologie.

Literatur

Dechert (Hg.) (2003), »Transaction and Monitoring Fees: Does Anything Go?« *Private Equity*, Issue 2, http://www.dechert.com/library/Private_Equity_1-03-2.PDF (27.04.2007).

Böttger, Christian (2006), *Strukturen und Strategien von Finanzinvestoren*, Arbeitspapier Nr. 120, Düsseldorf: Hans-Böckler-Stiftung.

Burrough, Brian/Helyar, John (1990), *Barbarians at the Gate: The Fall of RJR Nabisco*, New York: Perennial.

BVK (2007), *BVK Statistik. Das Jahr 2006 in Zahlen*, in: http://www.bvk-ev.de/media/file/110.BVK_Jahresstatistik_2006_200207.pdf (29.04.2007).

ECB (2006), *Financial Stability Review*, Juni, Frankfurt a.M.: European Central Bank.

ECB (2006b), *Financial Stability Review*, Dezember, Frankfurt a.M.: European Central Bank.

EVCA (2007), *EVCA Barometer*, Issue 45, http://www.evca.com/images/attachments/tmpl_27_art_46_att_1045.pdf (28.04.2007).

EVCA (2007b), *2006 European Private Equity Activity. Preliminary Results*, in: http://www.evca.com/images/attachments/tmpl_1_art_57_att_1099.pdf (26.04.2007)

Frankfurter Rundschau (2007), *Elefantenhochzeit in der Bankenbranche*, 24.4.2007.

Greenwich Alternative Investments (2006), http://www.greenwichai.com/GenPages/gvhfindex49.aspx?vNode=8&vChild=9 (11.12.2006).

Hall, David (2006), *Private equity in public utilities and services*, draft paper, London: Public Services International Reserach Unit.

Handelsblatt (2005), *Deutsche Firmen locken als Fette Beute*, 13.6.2005.

Handelsblatt (2007), *ABN-Amro Vorstand unter Druck*, 26.42007.

Oekonomi- og Erhvervsministeriet (2006), *Kapitalfonde i Danmark. Koebenhavn*, Oekonomi- og Erhvervsministeriet.

Oppermann, Julia (2006), »Heile Welt«, in: *MieterEcho, Zeitung der Berliner Mieter Gemeinschaft*, Nr. 314, S. 11–13.

PES (2007), *Hedge Funds and Private Equity – A Critical Analysis*, Draft Report by the »Alternative Investment Expert Group« of the Socialist Group in the European Parliament, Brussels: Socialist Group in the European Parliament.

Pichl, Andrea (2001), *Hedge Fonds. Eine praxisorientierte Einführung*, Stuttgart.

PriceWaterhouseCoopers (2005), *Der Einfluss von Private Equity Gesellschaften auf die Portfoliounternehmen und die deutsche Wirtschaft*, München: PriceWaterhouseCoopers.

Seifert, Werner/Voth, Hans-Joachim (2006), *Invasion der Heuschrecken,* Berlin.

Tykvová, Tereza/Schertler, Andrea (2006): »Rivals or Partners? Evidence from Europe's Private Equity Deals«, *ZEW Discussion Paper*, No. 06-091, Mannheim: Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung.

Wharton (2007), *Private Equity is on a Roll, but Are Investors in for a Let-down?* January 10, Knowledge Wharton, http://knowledge.wharton.upenn.edu/article.cfm?articleid=1639&CFID=8648772&CFTOKEN=12856216&jsessionid=9a307844fdff5e1ceb60 (25.04.2007).

Wirtschaftswoche (2007), *Steuerprivileg geplant*, Wirtschafts-Woche Nr. 10.

Die Zeit (2006), *In der Hand der Jongleure*, Die Zeit Nr. 36.