

Kurz und bündig

Im Industriekapitalismus dienen die Finanzmärkte (Banken) den Unternehmen zur Finanzierung ihrer Investitionen. Spätestens seit Ende der neunziger Jahre aber hat der Kapitalismus weltweit einen tiefgreifenden Wandel vollzogen. Im Finanzmarktkapitalismus sind die produktiven Industrie- und Dienstleistungsunternehmen selbst zum Anlageobjekt, zum Finanzinvestment geworden.

Bei Private Equity Fonds (PE) wird das Prinzip des Kaufens, um schnell teurer zu verkaufen vom Aktienmarkt auf ganze Unternehmen ausgedehnt. Über das „normale“ Shareholder-value-Prinzip hinaus weisen Private Equity-Fonds folgende Probleme auf:

- Ausplündern von Unternehmen: PE-Investoren haben nicht viel Zeit. Sie müssen schnell umstrukturieren und einen maximalen Kaufpreis herausholen.
- Gewinnsteigerung durch viel zu hohe Verschuldung und damit wirtschaftliche Schwächung des gekauften Unternehmens,
- Superrenditen und Sonderauschüttungen auf Pump,
- Rosskuren zu Lasten der Belegschaften und der Zukunftsfähigkeit der Unternehmen,
- Gefahren für die Finanzmarktstabilität.

Die IG Metall fordert deshalb die politische Regulierung von Private Equity-Fonds:

- Gesetzliche Beschränkung der Kreditfinanzierung von Unternehmenskäufen,
- Abbau der ungerechtfertigten Steuerbegünstigung von PE,
- Ausweitung der Rechte der Betriebsverfassungsorgane bei Unternehmensübernahmen,
- Schaffung eines verbindlichen Verhaltenskodex zum Schutz von Arbeitnehmerrechten,
- Beschränkung der Kredite von Banken an PE-Fonds.

Dr. Margit Köppen

Private Equity-Fonds Von der Investitionsfinanzierung zum Finanzinvestment

1. Einleitung

Finanzinvestoren, die neuen Akteure der modernen Finanzsysteme, sind auf dem Vormarsch, weltweit und inzwischen auch in Deutschland. Beschäftigte in rund 5.700 deutschen Unternehmen, viele davon auch im Organisationsbereich der IG Metall, haben inzwischen Erfahrungen mit Finanzinvestoren und dabei besonders mit Private Equity-Fonds (PE) gemacht. Wenn ein solcher „Alternativinvestor“ kommt, bedeutet das für ein Unternehmen und für die Beschäftigten in vielen Fällen nichts Gutes.

Die Veränderungen unseres Wirtschaftssystems durch die Finanzmärkte gehen weit über die direkten Auswirkungen von Private Equity hinaus. Der „**Finanzmarktkapitalismus**“ hat den Industriekapitalismus in den Metropolenstaaten der Weltwirtschaft abgelöst - mit allen Konsequenzen für Wirtschaftswachstum und Beschäftigung, für die Verteilung und Aneignung des produzierten Reichtums und für die Arbeitsbeziehungen im Unternehmen.

Das ist Grund genug, sich mit den Vorgängen auf den internationalen Finanzmärkten zu befassen und gewerkschaftliche Strategien und Forderungen zu entwickeln. Den Auftakt machte die IG Metall am 19. Oktober und am 22. November 2006 mit zwei Workshops über „Alternative Finanzinvestoren“.

Auf der Grundlage dieser beiden Workshops und der dort gehaltenen Beiträge werden im folgenden die wichtigsten Informationen sowie der aktuelle Stand der gewerkschaftlichen Thesen und Forderungen zur Reform der Finanzmärkte festgehalten.

2. Der Industriekapitalismus und die Deutschland AG

Der Industriekapitalismus der zweiten Hälfte des zwanzigsten Jahrhunderts hat in Deutschland ganz besondere Formen angenommen. Starke Industriebranchen, diversifizierte Qualitätsproduktion und bis in die siebziger Jahre hohe Wachstumsraten prägten die Seite der Produktion.

Für die Finanzierung der Unternehmen spielten die Banken in dieser „Deutschland AG“ die Hauptrolle. Über hohe Kapitalbeteiligungen an Unternehmen und langjährige Kreditbeziehungen pflegten sie eine enge Verbindung zu den Unternehmen, die sie zudem über Aufsichtsratsmandate kontrollierten.

Die Banken vollzogen also die klassische Mittlerfunktion der Finanzmärkte: Sie transportierten die Ersparnisse der Haushalte (Bankeinlagen) als Kredite zu den Unternehmen, die damit ihre Investitionen finanzierten.

Was auf wirtschaftlicher Seite die „Deutschland AG“, war im sozialen Bereich der „Rheinische Kapitalismus“. Er versinnbildlichte ein System, in dem die soziale Absicherung der Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer gegen die Risiken von Alter, Krankheit und Arbeitslosigkeit kollektiv abgesichert wurde, und in das auch die Gewerkschaften - mehr als in den meisten anderen Ländern der Welt - über die betriebliche und unternehmerische Mitbestimmung fest eingebunden waren.

3. Neuer Finanzmarktkapitalismus: das Regime der Vermögensbesitzer

Spätestens zum Ende der neunziger Jahre wurde der Industriekapitalismus durch einen neuen Aktionärskapitalismus oder Finanzmarktkapitalismus abgelöst. Er beruht auf der vorherrschenden Macht der Vermögensbesitzer, der Finanzinvestoren und der Finanzmärkte gegenüber den realwirtschaftlichen Produktions- oder Dienstleistungsunternehmen und ihren Arbeitnehmern.

Im Finanzkapitalismus kehren sich die Verhältnisse um: War früher einmal - zu Zeiten hoher Wachstumsraten der industriellen Investitionen - das Kapital knapp, so sind heute die Finanzmärkte mit Kapital überschwemmt. Es ist zunehmend mehr Finanzkapital in der Welt, das profitable Anlagen sucht, als produktive Investitionen in Maschinen und Anlagen.

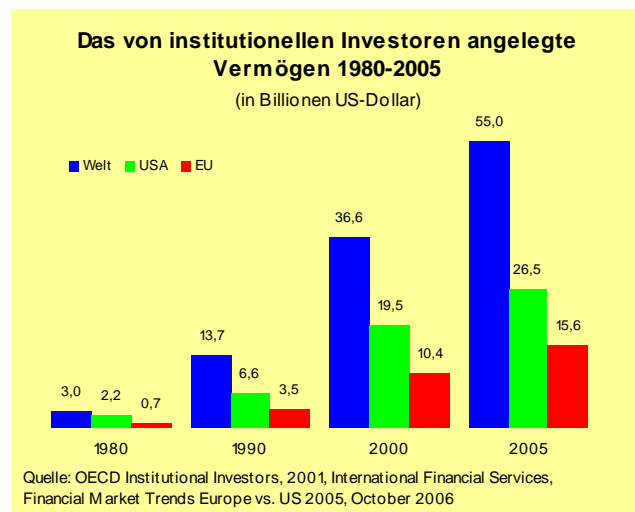
3.1. Umverteilung und Privatisierung sorgen für Überliquidität auf den Finanzmärkten

Wo kommt die hohe Liquidität auf den Finanzmärkten überhaupt her? Das ist die erste Frage, die sich zur Entstehung des Finanzmarktkapitalismus stellt.

Die auf den Finanzmärkten angelegten Mittel stammen einerseits von Pensionsfonds und Versicherungen. Besonders in Staaten wie den USA, wo Alters- und Krankenversicherung nicht durch gesetzliche Umlageverfahren organisiert sind, sammeln und bündeln sie die zur Vorsorge nötigen Ersparnisse.

Andererseits stammen die Mittel von den Unternehmen selbst sowie reichen Privatpersonen. Durch die Umverteilung der Einkommen von unten nach oben in den letzten Jahrzehnten wurden Normalhaushalte immer ärmer, während sich bei den Unternehmen und einigen Gutverdienern hohe Vermögen anhäuferten.

Auch diese Vermögen werden von Finanzinvestoren, zum Beispiel von Investmentfonds, gesammelt, gebündelt und mit dem Ziel der größtmöglichen Verwertung an den Finanzmärkten angelegt.



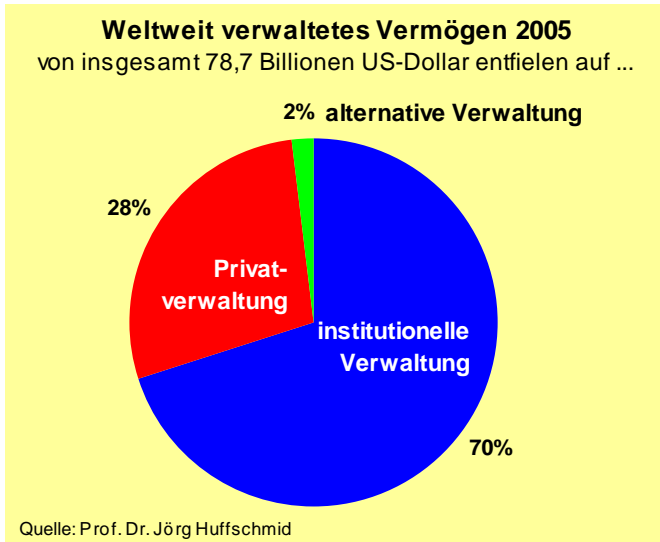
3.2. Neue Akteure auf den Finanzmärkten: veränderte Finanzierungsstruktur der Unternehmen

Große und kleine Sparer und Vermögensbesitzer verwalten ihr Vermögen in der Regel nicht selbst, sondern benötigen dazu einen Mittler, den Finanzinvestor. Er sammelt das Geld seiner Kunden und kauft dafür Wertpapiere.

Im Jahr 2005 gab es weltweit ein Finanzvermögen von 78,7 Billionen US-Dollar, das von Finanzinvestoren gemanagt wurde.

- Davon entfielen 70 Prozent oder 55 Billionen US-Dollar auf Versicherungen, Pensionsfonds und Investmentfonds, die sogenannten „institutionellen Investoren“.
- 22 Billionen US-Dollar oder 28 Prozent der Vermögen wurden privat gemanagt. Als „privates“ Management gelten die von Banken verwalteten Vermögen oder die Privatfonds sehr reicher Familien, die ihr Vermögen in der Regel mit Industrie- oder Handelsunternehmen gemacht haben.
- Nur 2 Prozent der Finanzvermögen werden in sogenannter Alternativerwaltung gehalten: 1,3 Billionen US-Dollar entfielen auf Private Equity-Fonds (PE) und 0,3 Billionen US-Dollar auf Hedge-Fonds.

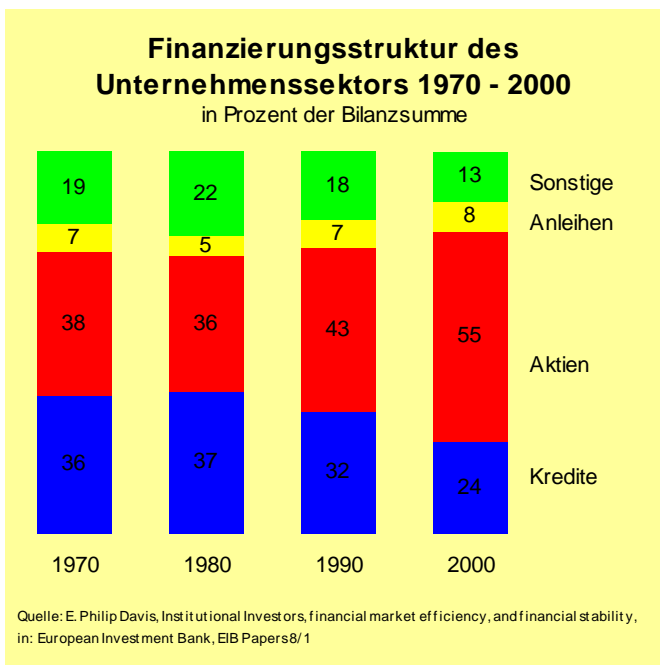
Der zunehmenden Vermögensbündelung bei den Finanzinvestoren entspricht die **Veränderung bei der Unternehmensfinanzierung**. Anstatt wie früher einen Kredit bei der Bank aufzunehmen, finanzieren sich Unternehmen heute mehr über die Börse. Sie geben Aktien aus oder sie legen selbst Anleihen auf.



Auf der Abnehmerseite werden die Aktien und Anleihen der Unternehmen entweder privat über die Bank oder Börse oder aber von institutionellen Anlegern und Alternativinvestoren gekauft.

Der entscheidende Unterschied der Finanzierung über Aktien und Anleihen zum alten Bankkredit ist: Beim Kredit waren Unternehmen und Anleger über Kreditverträge für eine gewisse Zeit verbunden.

Beim neuen marktgestützten System gibt es diese Bindung nicht. Der Käufer kann seine Aktien und Anleihen jederzeit wieder auf dem Sekundärmarkt verkaufen.



Die Folge der Geschäfte auf den Aktienmärkten: deutsche Konzerne kennen nur noch 60 Prozent ihrer Eigentümer. Die Eigentumsverhältnisse wechseln ständig; institutionelle Investoren und Heuschreckenfonds können schon durch kleine Aktienpakete die Unternehmenspolitik beeinflussen und im Hintergrund droht die feindliche Unternehmensübernahme.

Private Equity-Fonds und Hedge-Fonds sind Teil dieser marktgestützten Systeme der Unternehmensfinanzierung, wobei Hedge-Fonds - wie im Fall der Deutschen Börse AG - als Käufer von Aktien auftreten, während Private Equity-Fonds noch überwiegend auf Kapitalbeteiligungen an nicht börsennotierten Unternehmen spezialisiert sind. Die Grenzen verschwimmen allerdings, wie das Engagement des Private Equity-Fonds Blackstone bei der Deutschen Telekom zeigt.

Das Funktionsprinzip der marktgetriebenen Finanzierung jedoch ist das gleiche, egal ob ein Unternehmen an die Börse geht oder ob ein Private Equity-Investor einsteigt.

3.3. Wie sich das Diktat des Shareholder Value verbreitet

Aus der Sicht institutioneller ebenso wie „alternativer“ Anleger sind Unternehmen nichts anderes als Anlageobjekte, die sich maximal verzinsen sollen. Institutionelle Investoren und Alternativinvestoren wollen mit dem Geld anderer Leute Geld verdienen und konkurrieren um die Mittel der Vermögensbesitzer, indem sie ihnen attraktive Renditen bieten.

Der Maßstab dafür bildet sich an den internationalen Finanzmärkten. Börsennotierte Unternehmen müssen den immer höheren Renditeansprüchen der Anleger genügen. Und zwar nicht nur in Form von laufenden Ausschüttungen. Auch mit Sonderdividenden und Aktienrückkäufen werden die Aktionäre bei Laune gehalten.

Ebenso entscheidend wie die Dividende ist der Preis der Aktie. Wer sein Eigenkapital an den Finanzmärkten organisiert, muss sich am kurzen Zeithorizont orientieren, denn Anleger konzentrieren sich stark auf die kurzfristige Kursentwicklung. Da Liquidität und ständige Verkäuflichkeit der Aktie für den Anleger entscheidend sind, muss der Aktienkurs hoch gehalten werden. Deshalb wird freie Liquidität des Unternehmens bevorzugt zur Kurspflege eingesetzt. Gilt die Aktie des Unternehmens als unterbewertet, dann droht die feindliche Übernahme.

Dividendenausschüttungen und Preis der Aktie sind die Größen, die einfließen in den kurzfristigen Wert für den Aktionär, den **Shareholder Value**. Das langfristige Potential des Unternehmens spielt bei seiner Berechnung eine immer geringere Rolle.

3.4. Finanzmarktgetriebene Managementstrategien

Das Diktat des Shareholder Value strahlt in der finanzmarktgetriebenen Wirtschaft auf alle Ebenen von Wirtschafts- und Arbeitsbeziehungen aus. Die Leistungskriterien, an denen sich international operierende Konzerne orientieren, werden radikal verändert.

Innerhalb der Unternehmen und Betriebe werden kapitalmarktdominierte Systeme der Unternehmenssteuerung durchgesetzt. Vermarktlichung von betrieblichen Steuerungs- und Koordinationsprozessen bedeutet, dass jede operative Einheit marktförmig - finanzwirtschaftlichen Kontrollmechanismen ausgesetzt wird. Wichtigste Instrumente der „finanzialisierten“ Unternehmensführung sind an der Kapitalproduktivität orientierte Ergebnisbewertungen. Sie werden auf alle Geschäftsfelder, Profit- oder Costcenter heruntergebrochen.

Geschäftsbereiche und Costcenter, die ihre Gewinnvorgaben nicht erreichen, müssen mit Verkauf, Verlagerung oder mindestens Restrukturierung rechnen. Quersubventionierung von Geschäftsfeldern gehört der Vergangenheit an.

Das gleiche gilt für das Modell des Rheinischen Kapitalismus. Zwar leben seine Institutionen - die Systeme der sozialen Sicherung ebenso wie die Einbindung der Arbeitnehmer über die betriebliche und unternehmensbezogene Mitbestimmung - weiter. Innerhalb der Hülle der verbleibenden Institutionen kommt es jedoch de facto zu Umgehung und Aushöhlung der alten gesellschaftlichen Kompromisse. Nach Ansicht mancher Autoren hat der Finanzmarktkapitalismus die soziale Architektur der Märkte bereits so sehr zerstört, dass eine einfache Rückkehr zum kooperativen Kapitalismus deutscher Prägung gänzlich unmöglich ist (vgl. Dörre/Brinkmann 2005).

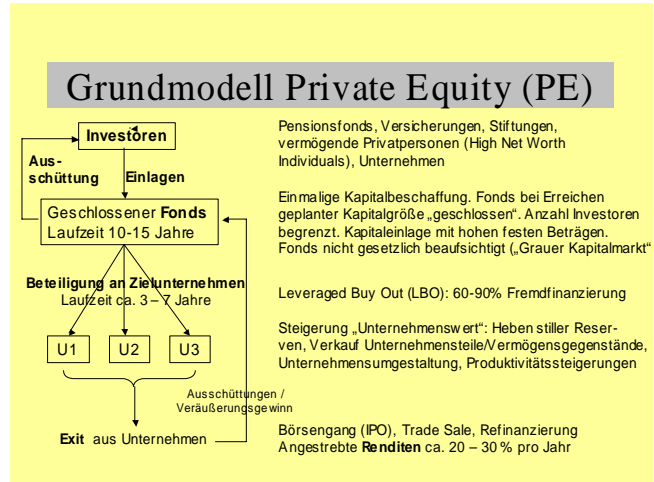
4. Private Equity

4.1. PE-Unternehmen investierten 2006 50 Milliarden Euro in Deutschland

Besonders hohe Renditeaussichten offerieren Private Equity-Fonds ihren Anlegern. Wenn nicht börsennotierte Unternehmen oder Unternehmensteile verkauft werden, ist das die Stunde der Private Equity-Fonds. Der Private Equity-Investor handelt nach der Devise: ein ganzes Unternehmen kaufen, fit machen und Kasse machen. Hier wird das Prinzip des Kaufens, um teurer zu verkaufen, von Aktien und anderen handelbaren Wertpapieren auf ganze Unternehmen ausgeweitet.

Private Equity-Firmen (PE)

sind Firmen, die Unternehmen ganz oder zu maßgeblichen Teilen aufkaufen, für eine befristete Zeit aktiv managen und dann wieder - mit möglichst hohem Gewinn - verkaufen. Die Beteiligung wird zu einem großen Teil mit Fremdkapital finanziert.



Quelle: Hans-Böckler-Stiftung

Im Vergleich zu den institutionellen Investoren bewegen Private Equity-Fonds und Hedge-Fonds heute noch nicht viel Kapital. Auf Deutschland entfallen nur drei Prozent der weltweiten Private Equity-Investitionen. Aber auch hier nimmt die Zahl der mit Private Equity-finanzierten Unternehmen zu.

Aktivitäten von Private Equity-Unternehmen im Jahr 2005 in Deutschland

- Private Equity-Firmen waren 2005 in Deutschland an 5.723 Unternehmen beteiligt.¹⁾
- Kumuliert waren 22 Milliarden Euro Fondsvermögen angelegt.¹⁾
- 797.100 Beschäftigte arbeiteten in mit Private Equity-finanzierten Unternehmen.¹⁾
- Der Wert der Private Equity-Investitionen betrug 31,6 Milliarden Euro.²⁾

Quelle: ¹⁾Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK),
²⁾ Ernst&Young

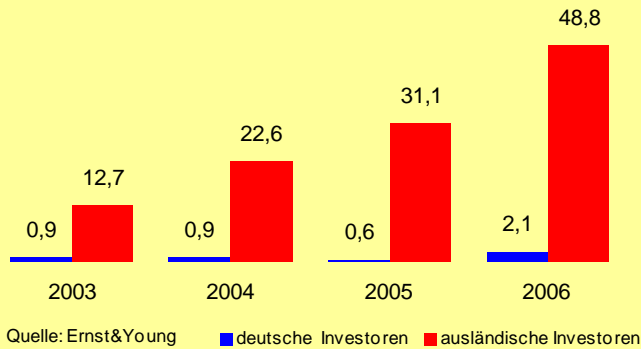
Im Jahr 2006 boomten die Aktivitäten der Fonds weiter. Nach einer neuen Studie von Ernst&Young stieg die Zahl der Private Equity-Transaktionen gegenüber 2005 um 34 Prozent auf 186. Der Wert der Private Equity-Investitionen stieg sogar um 61 Prozent auf 51 Milliarden Euro an.

Deutlich mehr Investitionen wurden von internationalen als von deutschen Investoren durchgeführt. Auf letztere entfiel nur noch fünf Prozent des Transaktionswerts.

Insgesamt waren 2006 23 „Megadeals“ (Transaktionen mit einem Volumen von mehr als 500 Millionen Euro) zu verzeichnen. Im Jahr 2005 hatte es 18 Transaktionen dieser Größenordnung gegeben. Die Megadeals des Jahres 2006 hatten einen Wert von 43,4 Milliarden Euro.

Transaktionswert deutscher vs. ausländischer Investoren

Transaktionswert in Mrd. Euro



Ausländische PE-Investoren investierten fast 50 Milliarden € in deutsche Unternehmen

Zunehmend geraten große Konzerne – auch aus dem DAX – ins Visier der Beteiligungsgesellschaften. Bislang haben Private Equity-Fonds vor allem Randaktivitäten von Großkonzernen übernommen. Angesichts der finanziellen Stärke der Finanzinvestoren interessieren sich die Beteiligungsgesellschaften nun zunehmend für Großunternehmen mit strategischem oder organisatorischem Optimierungspotenzial.

„Die Frage ist nicht **ob**, sondern **wann** es zur Übernahme eines DAX-Unternehmens durch Finanzinvestoren kommt“, so Joachim Spill von der Unternehmensberatung Ernst&Young.

4.2. Mythos und Wahrheit über Private Equity

In der Politik, in der deutschen Bundesregierung und bei der EU-Kommission stoßen die Alternativinvestoren auf großes Wohlwollen.

Die Private Equity-Begeisterung reicht weit in die Sozialdemokratie hinein. In dem Impulspapier zur SPD-Konferenz „Perspektiven sozialdemokratischer Wirtschaftspolitik“, das auch von als „links“ geltenden Abgeordneten eingebracht wurde, kündigen die Autoren an, dass sogar die Wettbewerbsfähigkeit deutscher Hedge-Fonds verbessert werden soll.

Für Private Equity-Fonds wollen sie „vernünftige Rahmenbedingungen“ auf den Weg bringen. Im Vordergrund steht das Bekenntnis: „Zu einem leistungsfähigen Finanzstandort gehört eine aktive Private Equity-Branche.“ Demgegenüber macht sich die Ankündigung: „Wir werden prüfen, ob zur Verpflichtung von Private Equity-Unternehmen und Hedge-Fonds auf die Prinzipien der Sozialen Marktwirtschaft weitere Regulierungen erforderlich sind“, eher nebulös aus. Die von Franz Müntefering 2005 angestoßene Heuschreckendebatte jedenfalls scheint in der SPD nicht mehr salonfähig zu sein.

Die Befürworter von Private Equity (zum Beispiel der Managerkreis der Friedrich Ebert Stiftung) begründen ihre wohlwollende Haltung mit dem hohen volkswirtschaftlichen Nutzen von PE.

- Private Equity-Fonds würden Unternehmen das dringend erforderliche Eigenkapital zur Verfügung stellen.
- Sie würden die Effizienz der Finanzmärkte steigern.
- Die Aktivitäten von Finanzinvestoren würden zur Modernisierung vieler Branchen und damit aktiv zum Strukturwandel beitragen.
- Private Equity-Fonds würden als Jobmotor wirken.

Den Private Equity-Fonds nahe stehende Beratungsfirmen setzen immer neue Studien in die Welt, die belegen, dass Private Equity-Firmen ein besonders aktiver Jobmotor sind. In den vergangenen vier Jahren seien in Unternehmen, deren Eigentümer Private Equity-Fonds

Die größten Private Equity-Transaktionen

Unternehmen	Volumen Mio. Euro	Käufer	Jahr
Pro Sieben Sat 1	5.900	KKR/Permira	2006
KarstadtQuelle AG-Department Stores	4.500	Whitehall Street Fund	2006
Altana Pharma GmbH	4.200	Nordic Capital, Black-Stone, CSFB	2006
Kion Group GmbH (zuvor Linde AG)	4.000	KKR/Goldmann Sachs Capital Partn.	2006
Europcar International SA	3.100	Eurazeo SA	2006
MTU Friedrichshafen	1.700	EQT Partners	2005
DaimlerChrysler Off Highway	1.600	EQT	2005
Mannesmann	700	Madison Capital Partners	2006
MAN Roland Druckmaschinen	560	Allianz Capital Partners	2006
FTE Automotive	400	PAI Partners	2005
Pfleiderer Track Systems	135	Axa Private Equity	2006
Westfalia Automotive	100	Odewald & Cie.	2006

Quelle: Avida Advisers im Handelsblatt, 19.12.06 und Ernst&Young 2007

KKR und Goldman Sachs ersteigerten für 4 Milliarden Euro die Gabelstaplersparte von Linde und Permira und KKR erwarben für 5,9 Milliarden Euro den Fernsehsender Pro Sieben Sat1: Das war die größte Transaktion im Jahr 2006. Diese Transaktion war – nach der Akquisition der Viterra AG durch Terra Firma im Immobilienbereich – die zweitgrößte jemals in Deutschland durchgeführte Private Equity-Transaktion.

Die Selbstverständlichkeit, mit der die Private Equity-Fonds sich an immer größeren und bekannteren deutschen Unternehmen beteiligen, lassen sie inzwischen als fast normalen Bestandteil der Wirtschaft erscheinen.



sind, eine Million neue Jobs geschaffen worden, so die jüngste Zahl der Managementberatung A.T. Kearney. Diese Zahl stützt sich auf die Untersuchung von 30.000 Portfoliounternehmen aus USA und Europa durch die Branchenverbände. Um die Entwicklung in Deutschland zu beurteilen, ist die Studie unbrauchbar. Die amtliche Statistik jedenfalls zeigt, dass von 2001 bis 2005 die Zahl der in der Privatwirtschaft beschäftigten Arbeitnehmer um eine Million zurückgegangen ist. Es ist mehr als unwahrscheinlich, dass Private Equity-finanzierte Unternehmen hier einen komplett gegenläufigen Trend hatten.

Laut Finance-Magazin (zitiert nach FES-Managerkreis) haben in Deutschland die Arbeitsplätze in Private Equity-finanzierten Unternehmen zwischen 1998 und 2003 um 7,4 Prozent zugenommen, während die Zahl der Beschäftigten bei den Unternehmen insgesamt um nur 3,9 Prozent gestiegen sei. Auch diese Zahlen sind mit offiziellen Statistiken nicht zu belegen, ist doch die Beschäftigung im privaten Sektor in diesem Zeitraum in Deutschland nicht gestiegen, sondern um 3 Prozent gesunken.

Leider halten auch die anderen Pro-Private Equity-Argumente einer näheren Überprüfung nicht stand. In vielen Fällen bringen Private Equity-Investoren statt einer verbesserten Eigenkapitalausstattung eine übermäßige Verschuldung für die Portfoliounternehmen. Eher als von verbesserter Effizienz sollte von erhöhten Risiken die Rede sein, denn der Strukturwandel ist allzu oft mit Rosskuren zu Lasten der Beschäftigten verbunden.

4.3. Besonderheiten und Gefahren von Private Equity-Fonds

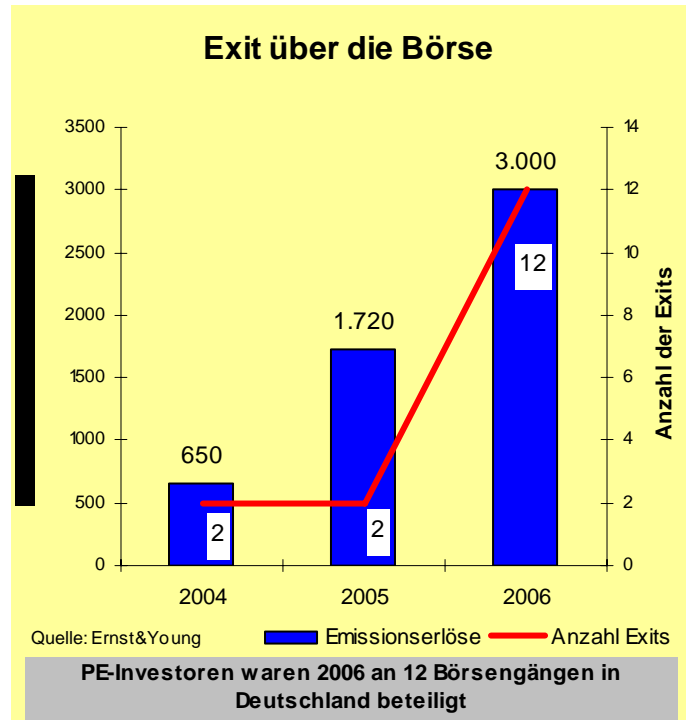
Die drei wichtigsten Besonderheiten von PE sind:

Der geplante Exit

Private Equity-Investoren haben von Beginn an das Ende des Engagements im Auge. Sie beabsichtigen, das von ihnen gekaufte Unternehmen nach einer bestimmten Zeit wieder zu verkaufen. Dabei sind drei Fälle möglich: der Verkauf an der Börse, der Verkauf an einen strategischen Investor, zu dem das Unternehmen passt, oder der Verkauf an einen anderen PE Investor, für den die letzte Phase des ersten Investors die Einstiegsphase ist (sogenannte Secondary buy-out). Solange sie Eigentümer sind, nehmen sie aktiven Einfluss auf das Management der gekauften Unternehmen. Sie entfalten große Aktivität, denn sie haben nicht viel Zeit.

Superrenditen

Die Rendite von Private Equity-Investitionen liegt seit Beginn der 90er Jahre durchschnittlich im zweistelligen Bereich und ist somit deutlich höher als die von institutionellen Anlegern.



Gewinnsteigerung durch Kreditfinanzierung

Für den Kauf von Unternehmen setzen die Private Equity-Manager nur einen Bruchteil des Kaufpreises – zwischen 10 Prozent und 30 Prozent – als Eigenkapital des jeweiligen Fonds ein. Für den überwiegenden Teil nehmen sie Bankkredite auf. Der Grund ist nicht, dass ihnen das Geld fehlt, sondern der, dass sie mit billigen Bankkrediten die Eigenkapitalrendite ihrer Geldgeber massiv steigern können – jedenfalls solange der Gewinn auf das insgesamt eingesetzte Kapital höher ist als die Kreditkosten. Diesen kreditfinanzierten Kauf nennt man leveraged buy out.

Beispiel: ein höheres Fremdkapital führt zu besserer Rendite		
	Fall 1	Fall 2
Zins	10 %	
Eigenkapital	100 Euro	30 Euro
Fremdkapital (Zinssatz 10 %)	10 Euro	80 Euro
Gesamtkapital	110 Euro	110 Euro
Zinsen	1 Euro	8 Euro
Gewinn vor Zinsen	21 Euro	21 Euro
Gewinn nach Zinsen	20 Euro	13 Euro
Eigenkapitalrendite	20 %	43 %

Da die Gewinnsumme (nach Abzug der Fremdkapitalzinsen) einer kleineren Kapitalsumme zu Gute kommt, steigt die Eigenkapitalrentabilität. Im konkreten Beispiel: bei einer Eigenkapitalrate von 30 Prozent, Kreditkosten von 10 Prozent und einer Gesamtprofitrate von 13 Prozent liegt die Eigenkapitalrendite des Geldgebers bei 43 Prozent also um 115 Prozent höher, als wenn er den Deal mit 90 Prozent Eigenkapital finanziert hätte. Dieser Hebeleffekt macht die Kreditaufnahme so attraktiv für

PE. Bei den Unternehmen aber steigt der Verschuldungsgrad dadurch an.

4.4. Probleme von Private Equity

Die Besonderheiten dieser Finanzierungsform machen Private Equity noch über die allgemeine Shareholder-Orientierung hinaus problematisch. Nicht in allen Fällen, aber häufig, kommt es zu erheblichen Fehlentwicklungen.

Ausplündern der Unternehmen

Die verlangten Superrenditen kann der Finanzinvestor nur dann erreichen, wenn andere die Zeche bezahlen: zum Beispiel Arbeitnehmer und Arbeitnehmerinnen durch Lohnverzicht, Arbeitszeitverlängerung, oder gar durch die Verlagerung ihrer Arbeitsplätze. „Dann kommt vielfach eine grandiose Selbstbereicherung. Finanzmanager treten als Eigentümer auf und entscheiden zum eigenen kurzfristigen Vorteil über das Schicksal eines fremden Unternehmens und all seiner Mitarbeiter.“ (Alt-bundeskanzler Helmut Schmidt in „Die ZEIT“ Nr. 6/2007)

Folgen zu hoher Kreditfinanzierung für das Unternehmen

Das ökonomische Hauptproblem bei Private Equity-Fonds besteht in dem hohen Grad der Verschuldung der übernommenen Unternehmen. Er kommt dadurch zustande, dass der Private Equity-Fonds die Kredite, die er zur Übernahme aufgenommen hat, auf das gekaufte Unternehmen übertragen kann und diesem die Bedienung der Schulden aufbürdet. Wenn die Finanzsituation der übernommenen Unternehmen vor dem Erwerb durch den Private Equity-Investor oft schon problematisch war – nach dem Übergang auf neue Eigentümer wird sie noch deutlich problematischer. Muss das Unternehmen die hohe Zins- und Tilgungslast erwirtschaften, geht das an erster Stelle wieder zu Lasten der Beschäftigten.

Hinzu kommt aber, dass der Cash Flow jetzt nicht mehr zur Finanzierung von notwendigen Zukunftsinvestitionen reicht. Innovations- und Investitionsmangel gefährden in vielen Fällen die Zukunftsperspektive des Unternehmens zu Gunsten des kurzfristigen Shareholder Nutzens. Die viel zu hohe Schuldenlast der gekauften Unternehmen kritisiert sogar die deutsche Bundesbank in ihrem Finanzstabilitätsbericht vom November 2006. **„Einige der übernommenen Unternehmen könnten wegen der zusätzlichen Kredite bei einer Eintrübung der wirtschaftlichen Lage an den Rand der Zahlungsfähigkeit geraten.“**

Schuldenfalle am Beispiel Grohe GmbH

Eigenkapitalquote 1994-1998: durchschnittlich 50 %
Gesamtkapital-Rentabilität 16-17 %
Umsatzrentabilität circa 12 %

1999 Verkauf an BC Partners
Verkaufspreis 900 Mio. Euro
zwei Drittel Bankkredite

Anstieg Eigenkapital-Rentabilität von 32 Prozent in 1999 auf 44 Prozent in 2000

Fremdkapitalquote stieg von 50% vor 1999 auf 94 % in 2003

Negativer Leverage-Effekt in 2003:

GK-Rentabilität unter Fremdkapitalzins

Rekapitalisierung von BC Partners bis zum Verkauf 350 Mio Euro

Jährliche Rendite bei BC Partners 20 %

“Secondary sale” an Texas Pacific Group (TPG) / CSFB

1,8 Mrd Euro

EBITDA in 2004: 911 Mio Euro

Verlust 100 Mio Euro in 2004 aufgrund hoher Zinsbelastung

Restrukturierungsprogramm McKinsey:

1.200 von 5.000 Arbeitsplätzen in Deutschland fallen weg

Rekapitalisierungen (Recaps)

Die Deutsche Bundesbank kritisiert ebenfalls die in letzter Zeit in Mode gekommenen sogenannten „Rekapitalisierungen“. Die neuen Private Equity-Eigentümer lassen sich dabei hohe, über zusätzliche Schulden des Unternehmens finanzierte, Sonderdividenden ausschütten. Allein im ersten Halbjahr 2006 fanden in den USA und Europa 63 Rekapitalisierungen statt, bei denen zusammen 25,4 Milliarden Dollar ausgeschüttet wurden. Diese Sonderdividenden waren fast vollständig durch Bankkredite (24 Milliarden Dollar), der Rest durch Anleihen finanziert. Die Folgen werden bereits durch besonders hohe Kreditausfallraten bei von Rekapitalisierungen betroffenen Unternehmen sichtbar.

Risiken zu hoher Kreditfinanzierung für die Finanzmarktstabilität.

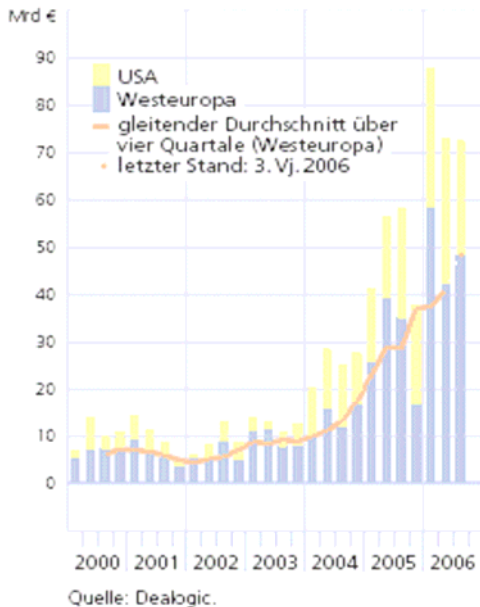
Nicht nur für das einzelne Unternehmen und seine Beschäftigten, auch für die Stabilität der Finanzmärkte bringt die stark steigende Zahl der Firmenaufkäufe Gefahren. Denn die Banken sind bei den PE-Geschäften auf vielerlei Arten mit im Boot. Erstens sind Banken oft als Anleger bei Finanzinvestoren beteiligt, bei Investmentfonds ebenso wie bei Private Equity- und Hedgefonds.

Zweitens sind Banken als Kreditgeber für Finanzinvestoren tätig. Sie ermöglichen damit erst den Hebeleffekt, der die Eigenkapitalrendite in die Höhe treibt. Deutsche Banken haben in den letzten Jahren ihre Kreditvergabe zur Finanzierung von Leveraged Buy Outs stark ausgeweitet. In den ersten drei Quartalen 2006 sind von Banken in Europa rund 150 Milliarden Euro für kreditfinanzierte Firmenübernahmen vergeben worden.

Angelockt von den hohen Renditen erhöhen institutionelle Investoren wie Pensionsfonds und Versicherungen ihre Investitionen in Private Equity-Fonds. Für soviel reichlich sprudelndes Kapital gehen denen allerdings die Firmen aus, die sich zur Übernahme eignen. Für attraktive Investments werden immer höhere Preise gezahlt. Die Banken geben gern das Geld dafür und bisher noch relativ niedrige Zinsen sorgten dafür, dass der Hebeleffekt (siehe Beispiel oben) zugunsten der Private Equity-Fonds arbeitet.

Bankkredite für Firmenübernahmen

NEU BEWILLIGTE SYNDIZIERTE KREDITE FÜR LBOS IN WESTEUROPA UND DEN USA



Quelle: Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht, Nov. 2006

4.5. Fehlanreize der Politik: Steuervorteile für Private Equity in Deutschland

In Deutschland werden PE-Fonds in der Regel in der Rechtsform einer GmbH & Co.KG - also nicht als Kapital-, sondern als Personengesellschaft geführt. Das ist aus steuerlichen Gesichtspunkten für die Investoren besonders günstig. Denn im Unterschied zu einer Kapitalgesellschaft, die Gewinnsteuern zahlen muss, werden bei einer Personengesellschaft die Einkünfte den Investoren direkt zugerechnet. Auf Gewinnausschüttungen des PE-Fonds müssen deutsche Investoren also nur ihre persönliche Einkommensteuer oder - wenn der Investor eine Kapitalgesellschaft ist - die Körperschaftsteuer zahlen.

Es wird dabei steuerlich so getan, als sei der Investor nicht am Private Equity-Fonds, sondern direkt an den Portfoliounternehmen beteiligt. Dieses sogenannte „**steuerliche Transparenzprinzip**“ ist eine wichtige Profitabilitätsbedingung für Private Equity-Investoren. Politische Initiativen der Branchenverbände zielen daher vor allem auf die Aufrechterhaltung des Transparenzprinzips in Europa.

Problem Nr. 1:

Steuerfreiheit von Veräußerungsgewinnen

Auf der Ebene der PE-Investoren fallen grundsätzlich zwei Einkommensarten an:

- Erstens Dividenden - auch in Form der erwähnten Sonderdividenden. Diese Kapitalerträge unterliegen der persönlichen Einkommensteuer des Investors nach dem Halbeinkünfteverfahren.
- Zweitens die Veräußerungsgewinne beim Exit, also dem Verkauf der Portfoliogesellschaft. Sie sind die Hauptgewinnquelle der PE-Fonds. Der Veräußerungsgewinn beim Exit ist in Deutschland komplett steuerfrei!

Ist der Private Equity-Investor eine Kapitalgesellschaft, so gilt § 8 Abs2 KStG. Die Steuerfreiheit von Veräußerungsgewinnen aus Anteilen an Kapitalgesellschaften hat die rot-grüne Bundesregierung 2001 eingeführt und damit der Private Equity-Branche in Deutschland erst richtig auf die Sprünge geholfen.

Ist der Private Equity-Investor eine vermögende Privatperson, so sind die Gewinne, die er aus der Veräußerung einer Portfoliogesellschaft des Fonds erhält, ebenfalls nicht steuerpflichtig, wenn die Haltedauer der Gesellschaft mehr als ein Jahr beträgt. Wenn die Beteiligungsquote am Portfoliounternehmen jedoch mehr als ein Prozent beträgt, so sind die nach § 3 Nr.40 EStG Veräußerungsgewinne zur Hälfte steuerpflichtig.

Problem Nr. 2:

Faktische Steuerfreiheit für ausländische Investoren

Für ausländische Investoren gilt aufgrund des Transparenzprinzips ebenfalls die alleinige Besteuerung beim Investor. Nicht nur in Offshore - Steuerparadiesen, sondern auch in Nachbarländern wie den Niederlanden und der Schweiz sind Veräußerungsgewinne und /oder Kapitalerträge steuerfrei. So entgehen Dividenden und Veräußerungsgewinne auch in diesem Fall jedweder steuerlichen Belastung.

Problem Nr.3:

Gewerbesteuerfreiheit der Private Equity-Fonds

Damit das Investorenziel der steuerlichen Transparenz erreicht wird und der PE-Fonds selbst nicht steuerpflichtig wird, müssen die Vertragsverhältnisse so konstruiert sein, dass die GmbH & Co.KG nicht als Gewerbebetrieb, sondern als vermögensverwaltend angesehen wird.

Auf der Basis eines Schreibens vom Bundesministerium der Finanzen vom 16. Dezember 2003 werden Private Equity-Fonds gegenwärtig steuerlich als private Vermögensverwaltungen eingestuft. Dadurch unterliegt der Fonds selbst nicht der Gewerbesteuer und erhaltene Dividenden und Veräußerungsgewinne aus dem Verkauf von Portfoliounternehmen bleiben auch auf dieser Ebene steuerfrei.

5. Ansatzpunkte einer politischen Regulierung von Private Equity-Fonds

Die deutsche Bundesregierung plant bis Mitte 2007 ein Private Equity-Gesetz. Dabei bleibt bislang im Unklaren, ob damit den Forderungen der Branche nach weiteren (Steuer-)Erleichterungen nachgekommen werden soll, oder ob auch die Missstände bei PE angegangen werden.

Aus Sicht der IG Metall sollte die Bundesregierung die rechtliche Rahmensetzung nutzen, um den Missständen und Gefahren, die im Zusammenhang mit PE-Fonds bereits deutlich zu Tage getreten sind, entgegenzuwirken.

Nach Auffassung der IG Metall besteht vordringlich auf den folgenden Gebieten Handlungsbedarf:

- Schutz vor Ausplünderung und übermäßiger Verschuldung der Unternehmen,
- Herstellung von Steuergerechtigkeit,
- Schutz der Belegschaften und Demokratisierung der Unternehmensverfassung,
- Sicherung der Finanzmarktstabilität.

Die IG Metall schlägt zur Eingrenzung der von PE-Fonds ausgehenden Gefahren im Folgenden geeignete Maßnahmen vor. Die IG Metall fordert die Bundesregierung auf, diese Maßnahmen zu prüfen und in dem beabsichtigten Private Equity-Gesetz für die notwendige Regulierung dieser Finanzinvestoren im Sinne der oben genannten gesellschaftlichen Ziele zu sorgen.

Maßnahmen zur Verhinderung von Überschuldung und Ausplünderung

- Die gesetzliche Beschränkung der Kreditfinanzierung von Unternehmenskäufen und von Sonderausschüttungen an den Investor zu Lasten der Finanzkraft des gekauften Unternehmens.
- Die IG Metall begrüßt die Pläne der Bundesregierung, im Zusammenhang mit der Unternehmenssteuerreform 2007 Fremdkapitalzinsen teilweise der Besteuerung zu unterwerfen. Die geplante Gesetzesregelung baut die ungerechtfertigte Steuerbegünstigung des Fremdkapitals jedoch nicht hinreichend ab, um die Fremdfinanzierung von Sonderdividenden abzuschaffen und die schädlichen Verschuldungen zu reduzieren, die besonders bei PE finanzierten Unternehmen auftreten. Die IG Metall spricht sich für eine weitergehende Besteuerung von Fremdkapitalkosten aus.

Maßnahmen zur Herstellung von Steuergerechtigkeit

Die IG Metall sieht keine Veranlassung für eine generelle besondere steuerliche Förderung von Private Equity-Unternehmen.

Die IG Metall fordert daher:

- Die volle Einbeziehung von Veräußerungsgewinnen in die Bemessungsgrundlagen für die Einkommens- und Gewinnbesteuerung.
- Die Besteuerung von Veräußerungsgewinnen und Kapitalerträgen bei der inländischen Fondsgesellschaft. Die IG Metall begrüßt, dass die Bundesregierung bei der Unternehmensteuerreform 2008 auf die Einführung eines dualen Einkommensteuersystems bewusst verzichtet hat und an der Besteuerung des Unternehmenssektors festhalten will. Von diesem Prinzip sollte für Private Equity-Gesellschaften nicht abgewichen werden.
- Die einheitliche Besteuerung von inländischen und ausländischen Investoren. Dies kann durch die Besteuerung bei der inländischen Fondsgesellschaft erreicht werden.
- Die oben bereits aufgeführte umfangreichere Besteuerung der Kreditzinsen als Entgelt für das Fremdkapital. Mit dieser Maßnahme könnte ebenfalls die ungerechtfertigte Bevorzugung internationaler Investoren und Kreditgeber reduziert werden.
- Private Equity-Fonds sollten der Gewerbesteuer unterliegen. Die übliche Einordnung der Fondsgesellschaft als vermögensverwaltend ist oft konstruiert und entspricht nicht den ökonomischen Realitäten.
- Die geplante Abgeltungssteuer von 25 Prozent auf private Kapitalerträge sollte nicht für Erträge aus Private Equity-Fonds und Hedge-Fonds gelten, da dieser geringe Steuersatz im Verhältnis zu den enormen Gewinnen aus solchen Kapitalanlageformen dem Prinzip der Besteuerung nach Leistungsfähigkeit stark widerspricht.

Maßnahmen zum Schutz der Belegschaften

Regelungen für Private Equity- und Hedge Fonds dürfen sich nicht allein auf den Investorenschutz beschränken. Von Entscheidungen von Private Equity-Fonds als Unternehmenseigentümer sind in erster Linie die Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer betroffen. Es ist deshalb dringend erforderlich, die bewährten Systeme der industriellen Beziehungen und der Tarifpolitik vor arbeitnehmerfeindlichen Auswüchsen zu schützen, die mit dem Auftreten von Finanzinvestoren einhergehen und die verstärkt zu befürchten sind.

Dazu sind die folgenden gesetzlichen Maßnahmen geeignet:

- Konkretisierung der Rechte der Betriebsverfassungsorgane entsprechend der Übernahmerichtlinie (Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.4.2004 - vgl. Erwägungsgrund Nr. 23 der Übernahmerichtlinie: „Information und Konsultation der Arbeitnehmervertreter der Bieter- sowie der Zielgesellschaft sollten durch einschlägige Bestimmungen geregelt werden....“)

durch Erweiterung/Konkretisierung der beispielhaften Kataloge in den §§ 106 Abs. 3 und § 111 BetrVG.

- Schaffung eines verbindlichen Verhaltenskodex für Finanzinvestoren. Hierin sollte vor allem der Schutz der Arbeitnehmerrechte nochmals hervorgehoben werden.

Maßnahmen zur Sicherung der Finanzstabilität

Die Risiken von Hedge-Fonds sind aus den vergangenen Finanzmarktkrisen hinlänglich bekannt. Bedeutende Risiken von Hedge-Fonds für die globale Finanzstabilität gehen unter anderem vom zunehmenden Herdenverhalten der Fonds aus, das zu weitreichenden Verwerfungen bei den Vermögenspreisen führen kann, wenn mehrere Hedge-Fonds gleichzeitig aus bestimmten Vermögenswerten aussteigen (vgl. EZB, „Financial Stability Review“ Juni 2006).

Auch Private Equity-Fonds können, wie oben gezeigt, zum Risiko für die Finanzmarktstabilität werden, weil sie im hohen Maß mit Krediten arbeiten.

IG Metall-Forderungen zur Regelung von Private Equity- und Hedge-Fonds

Angesichts der für beide Gruppen benannten Risiken fordert die IG Metall für **Private Equity-Fonds**:

- Für Pensionsfonds müssen die gleichen Anlagegrenzen in Private Equity wie für Versicherungen eingeführt werden.
- Die Beschränkung der Anlage auf maximal 10 Prozent des Grundkapitals des Zielunternehmens muss beibehalten werden.
- Kredite von Banken an Private Equity-Fonds sollten, zum Beispiel durch eine höhere Eigenkapitalunterlegung, begrenzt werden.
- Mögliche Lücken bei der Finanzierung kleiner und mittlerer Unternehmen sollten durch das verstärkte Engagement von Sparkassen, öffentlichen Landesbanken und der KfW-Gruppe geschlossen werden.

Hinsichtlich der Tätigkeit von **Hedge-Fonds** fordert die IG Metall:

- Registrierung von Hedge-Fonds.
- Pflicht zur Offenlegung der Vermögensstruktur und der laufenden Geschäfte.
- Offenlegung der Eigentümerstruktur.
- Verstärkte Aufklärungspflichten hinsichtlich der Risiken für Anleger z.B. Mindesttransparenzanforderungen, Informationen über das Risikomanagement, den Leverage in Bezug auf Investmentstrategien und die Liquiditätsrisiken der Fonds;.
- Verbot der Aktienleihe.
- Einführung eines verbindlichen Verhaltenskodex.
- Keine Zulassung von Hedge-Fonds zum öffentlichen Markt.

Um eine Gefährdung der Finanzmarktstabilität durch spekulative Auswüchse zu verhindern hält die IG Metall darüber hinaus die EU-weite Einführung einer Devisenumsatzsteuer und einer Börsenumsatzsteuer sowie ein Doppelstimmrecht für Aktionäre, die ihre Aktien seit mindestens zwei Jahren halten, für richtig.

Die Bundesregierung sollte ihr Gewicht in der Europäischen Union - insbesondere während der deutschen EU-Ratspräsidentschaft- dazu nutzen, Regulierungen für Finanzinvestoren auch europäisch zu verankern. Das Fehlen von entsprechenden EU-Regelungen kann jedoch kein Grund sein, die erforderlichen Schritte zur gesellschaftlichen Einbindung von Finanzinvestoren in Deutschland nicht umzusetzen.

Quellen:

Deutsche Bundesbank: Finanzstabilitätsbericht 2006

Jörg Huffschmid:

Internationale Finanzmärkte: Funktionen, Entwicklung, Akteure; erscheint 2007 im Tagungsband zur Konferenz: Finanzinvestoren: Retter oder Raubritter.

Stefan Schulmeister:

Finanzspekulation, Arbeitslosigkeit und Staatsverschuldung, ebd.

Jörg Huffschmid:

Auch Industrieländer brauchen regulierte Kapitalmärkte, in: WSI-Mitteilung 12/2006

Klaus Dörre / Ulrich Brinkmann:

Finanzmarktkapitalismus: Triebkraft eines flexiblen Produktionsmodells? In: Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie, Sonderheft 45/2005

Managerkreis der Friedrich Ebert Stiftung,

Finanzinvestoren in Deutschland; in: Veröffentlichungen der FES 2006

Ernst&Young,

Der Private Equity Markt in Deutschland 2006; Presseerklärung und Folienpräsentation unter www.ey.com

Lothar Kamp / Alexandra Krieger:

Die Aktivitäten von Finanzinvestoren in Deutschland, HBS-Arbeitspapier 103

Dierk Hirschel /Martin Stuber:

„Der Terror der Finanzmärkte“ Ein gewerkschaftliches Strategiepapier; Deutscher Gewerkschaftsbund 9/2006

ZEW: Private Equity im internationalen Vergleich; Projektbericht, Mannheim 2005

Impressum

Wirtschaftspolitische Informationen

04/ 2007

12. Februar 2007

Autor:

Dr. Margit Köppen

Margit.koeppen@igmetall.de

Gestaltung und Vertrieb:

Rosita Jany

Bezugsmöglichkeiten:

IG Metall Vorstand

Wirtschaft, Technologie, Umwelt

D-60519 Frankfurt am Main

Telefon: +49 (69) 6693 2641

Fax: +49 (69) 6693 80 2641

Mail: wi@igmetall.de

online: www.igmetall.de/download