

<b>Steuern:</b> Ungerechtfertigte Privilegien	2
<b>Stakeholder:</b> Schutz vor Anleger-Exzessen	3
<b>Hedge-Fonds:</b> Regeln auch für die Inseln	4
<b>Unternehmensübernahmen:</b> Zinsschranke gegen Schuldenstrategie	5
<b>Investoren:</b> Vorzug für Anleger mit Perspektiven	6
<b>Finanzmarktkapitalismus</b> Wo nur die Rendite zählt	10
<b>TrendTableau</b>	12

## impuls-Thema Finanzinvestoren

Hans Böckler  
Stiftung

### FINANZINVESTOREN

## Warnung vor riskanten Krediten

Die Private-Equity-Branche steckt derzeit in einer Krise, die sie selbst mit verursacht hat. Wissenschaftler empfehlen bessere Regeln, um die Beschäftigten der gekauften Firmen und den Finanzmarkt zu schützen.

Von kreditfinanzierten Firmenkäufen – Leveraged Buy-Outs (LBO) – gehen erhebliche Risiken für das Finanzsystem und die Gesamtwirtschaft aus. Darauf weist der Internationale Währungsfonds (IWF) in seinem aktuellen Finanzstabilitätsbericht hin. Die Experten des Währungsfonds halten die LBO-Praxis der Private-Equity-Branche für ähnlich schädlich wie die US-Hypotheken für Schuldner ohne Bonität. Sie kritisieren vor allem die freigiebige Kreditvergabe der Banken an Fonds. „Die Banken haben unter dem Wettbewerbsdruck immer risikoreicher Geld für Firmenkäufe verliehen“, so Alexandra Krieger, Wirtschaftsexpertin der Hans-Böckler-Stiftung. Die Darlehenssummen für Unternehmenskäufe sind vor allem seit 2004 stark gestiegen – und mit ihnen das Risiko eines Kreditausfalls. Die britische Finanzaufsicht hat bereits im vergangenen Jahr prognostiziert: „Beim derzeitigen Niveau der Kredite und angesichts der aktuellen Entwicklung der Wirtschafts- und Kreditzyklen erscheint es unvermeidbar, dass bald ein großes von Private-Equity-Fonds kontrolliertes Unternehmen seine Schulden nicht zahlen kann.“

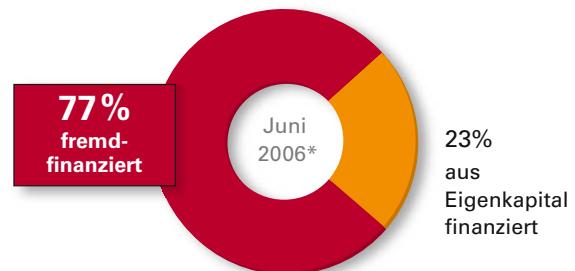
Wenn Kredite günstig sind, kann es sich für die Investoren lohnen, große Beträge zu leihen und sie den gekauften Unternehmen aufzubürden. Die erzwungene Insolvenz einzelner Firmen kann dabei durchaus zum Kalkül gehören, wie der Ökonom Hans-Joachim Voth in einem Gutachten für die Hans-Böckler-Stiftung darlegt hat. Die gegenwärtige Finanzkrise erschwert zwar vorübergehend dieses Geschäft, doch die Private-Equity-Branche wird dadurch nicht verschwinden: Die beiden Professoren Gerald Spindler und Reinhard Schmidt erwarten vielmehr, dass sich Private Equity in Deutschland künftig noch stärker ausbreiten wird. Um Beschäftigte, Zulieferer, Staat und die Finanzmärkte zu schützen, empfehlen Spindler und Schmidt ebenso wie Voth gezielte Anpassungen des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts. ▶

\* Quellen: Financial Services Authority: Private Equity: a discussion of risk and regulatory engagement, Nov. 2006; IWF-Finanzstabilitätsbericht 2007; Hans-Joachim Voth: Transparency und Fairness auf einem Einheitlichen Europäischen Kapitalmarkt; Gerald Spindler, Reinhard Schmidt: Notwendigkeiten und Möglichkeiten der Regulierung von Private Equity-Gesellschaften und Hedgefonds, Gutachten für die Hans-Böckler-Stiftung 2007

Download unter [www.boecklerimpuls.de](http://www.boecklerimpuls.de)

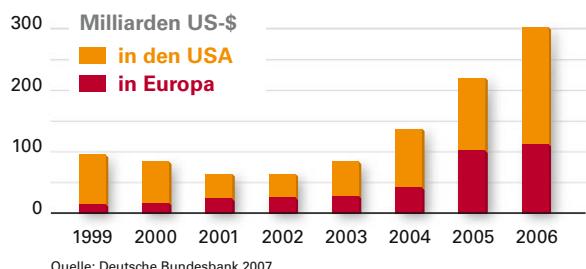
### Unkontrollierte Kreditkäufe

Firmenkäufe der Private-Equity-Branche wurden zu...

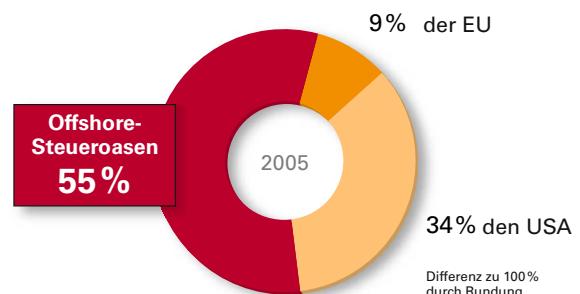


\*Auf Basis der jeweils fünf größten kreditfinanzierten Firmenkäufe, die die befragten Banken in den zwölf Monaten bis Juni 2006 meldeten; Quelle: EZB 2007

Der Umfang neu ausgegebener Kredite zur Finanzierung von Private-Equity-Übernahmen betrug...



Die weltweit verwalteten Hedge-Fonds sind registriert in...



Quelle: EZB 2005 | ©Hans-Böckler-Stiftung 2007

# Ungerechtfertigte Privilegien

## Der Bund will mit einem Gesetz Wagniskapital fördern. Doch Finanzinvestoren sind die falsche Zielgruppe, um Gründer mit Kapital zu versorgen.

Private-Equity- und Hedge-Fonds versprechen ihren Anlegern extrem hohe Kapitalrenditen, die sie nur erzielen können, wenn sie Unternehmensteuern vermeiden. Darum bauen sie komplizierte Firmengebilde, mit denen sie sich in Deutschland ein „systemwidriges Steuerprivileg“ sichern. Darauf weisen die beiden Professoren Lorenz Jarass und Gustav Obermair hin.\* Sie haben für die Hans-Böckler-Stiftung die Besteuerung von Private-Equity- und Hedge-Fonds untersucht. Der Fiskus geht in der Regel leer aus, denn

- ▶ die erworbenen Unternehmen zahlen nichts, weil sie ihre Erträge mit den hohen Schulden aus dem Kaufpreis verrechnen und so den Gewinn reduzieren;
- ▶ in Deutschland ansässige Fonds bleiben unbelastet, weil sie das Finanzamt oft als vermögensverwaltend einstuft – im Widerspruch zu ihrer offensichtlich gewerblichen Tätigkeit in der Beratung und Steuerung gekaufter Firmen;
- ▶ die Geldgeber der Fonds haben ihren Sitz in Steueroasen. Das Steuerprivileg eines „Vermögensverwalters“ sollte nach Plänen des Finanzministers auf die Förderung von Wagniskapital für Unternehmensgründer im Bereich technologischer Innovationen eingeschränkt werden. Doch der nun vorliegende Gesetzesentwurf hat die Definition von Wagniskapital erheblich erweitert – und öffnet damit die Tür zu Steuersparmodellen, kritisieren Jarass und Obermair. Als förderungswürdiges Wagnis sollen dem Entwurf zufolge selbst Unternehmen mit einem Eigenkapital von 20 Millionen Euro gelten, die bis zu zehn Jahre bestehen. Eine solche Ausweitung zugunsten der Finanzinvestoren ist ökonomisch nicht gerechtfertigt, zeigen Jarass und Obermair.

**Private Equity sorgt nicht für Wagniskapital:** Das Kerngeschäft der Private-Equity-Branche ist der kreditfinanzierte Firmenkauf. Auf den Aufkauf großer und bereits bestehender Firmen entfielen im vergangenen Jahr 88,2 Prozent des Geldes, das die Fonds in Deutschland anlegten. Beteiligungen an High-Tech-Neugründungen machen hingegen nur einen kleinen Anteil aus: Gerade mal 6 Prozent ihrer Ausgaben investierte die PE-Branche 2006 in Start-ups. Und der Trend ist sogar rückläufig: Im ersten Quartal 2007 war der Betrag so niedrig wie zuletzt 2003. In der Bundesrepublik kommt das Risikokapital aus anderen Quellen, so Jarass und Obermair: aus der Forschungsförderung, von der Kreditanstalt für Wiederaufbau oder den Landesbanken.

**Kapital ist in Deutschland keineswegs knapp:** Die in Deutschland ansässigen Unternehmen haben 2005 ihren Finanzierungsbedarf zu fast 90 Prozent aus eigenen Mitteln gedeckt, gab die Bundesbank bekannt – das ist der zweithöchste Wert seit 1991. Die erwirtschafteten Beträge waren sogar höher als die Sachinvestitionen. „Dank ihrer günstigen Finanzlage hielt sich der externe Mittelbedarf der Firmen mit nur 16 Milliarden Euro in sehr engen Grenzen“, so die Bundesbank. Von einem Mangel an Eigenkapital, der besondere Anreize für ausländische Investoren erfordert, kann keine Rede sein.

**Wettbewerbsverzerrung durch Steuerprivilegien:** Deutsche Konzerne nutzen Spielräume zur Steuergestaltung, doch selbst sie können Schlupflöcher nicht so ausnutzen wie Private-Equity- und Hedge-Fonds. „Der international tätige Erwerber hat allein durch die erreichte Steuerfreistellung der Unternehmenserträge einen erheblichen Wertzuwachs seiner Beteiligung erreicht“, stellen Jarass und Obermair fest. Die Folge: Die Fonds können höhere Kaufpreise zahlen als andere Investoren und kommen so häufiger zum Zug. Die Steuerexperten beobachten „eine Wettbewerbsverzerrung gegenüber regulierten und voll steuerpflichtigen Konkurrenten“. Diese Schieflage solle nicht weiter verstärkt werden.

## Vermögensverwalter profitieren

So viel Steuern zahlen Personengesellschaften

Art des Unternehmens	gewerblich		vermögensverwaltend	
<b>Gewerbesteuern</b>	17%	14%	0%	0%
+ <b>Einkommensteuersatz</b> im Höchstfall	27% <sup>1</sup>	33% <sup>1</sup>	47,0% <sup>2</sup>	26,0% <sup>2</sup>
<b>Gesamte Steuerlast von Anteilseignern im Inland</b>	<b>44%</b>	<b>47%</b>	<b>47%</b>	<b>26%</b>
<b>Anteilseignern im Ausland</b>	<b>44%</b>	<b>47%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>
	bis 2008	ab 2008	bis 2008	ab 2008

1) bei Sofortausschüttung des Gewinns. Bei Gewinneinbehaltung betragen die Steuersätze für Inländer 27%, für Ausländer 16% und bei späterer Ausschüttung 0% und 19%  
2) ausländische Anteilseigner zahlen keine Einkommensteuer in Deutschland  
Quelle: Jarass, Obermair 2007 | ©Hans-Böckler-Stiftung 2007

Kommt das Wagniskapitalbeteiligungsgesetz in Form des Entwurfs, würde es Anreize zur Steuergestaltung schaffen, warnen die Experten. Nicht nur für Finanzinvestoren: Um das Steuerprivileg eines Vermögensverwalters zu bekommen, könnten Unternehmen Firmenteile mit knapp unter 20 Millionen Euro Eigenkapital abspalten. Diese Abspaltungen müssten keine Gewerbesteuer zahlen und werden auch nicht in der Verlustverrechnung beschränkt, was eigentlich ab 2008 geschehen soll. Ausländische Eigner haben die Möglichkeit, sich komplett der Besteuerung zu entziehen.

Mit solchen Regeln würde sich die Bundesrepublik gegen den Trend in den Heimatländern der Private-Equity-Branche stellen, fügen Jarass und Obermair an. Denn in den USA und Großbritannien „gibt es nachhaltige Bestrebungen, die Vergünstigungen für die Fonds, ihre Anteilseigner und ihre Top-Manager zu reduzieren, nicht zuletzt aufgrund der Firmen- und Bankenzusammenbrüche, die derzeit die internationale Finanzwelt erschüttern“.

\* Quelle: Lorenz Jarass, Gustav M. Obermair: Steuerliche Aspekte der Aktivitäten von Private Equity Fonds und Hedge Fonds, Gutachten im Auftrag der Hans-Böckler-Stiftung, Juli 2007  
Download unter [www.boecklerimpuls.de](http://www.boecklerimpuls.de)

# Schutz vor Anleger-Exzessen

**Private-Equity- und Hedge-Fonds drängen auf hohe Ausschüttungen, oft gegen die Interessen von Beschäftigten und Gläubigern. Bessere Regeln könnten deren Schutzbedürfnissen eher gerecht werden.**

Finanzinvestoren versorgen mittelständische Unternehmen mit Kapital und nutzen damit der Wirtschaft. Doch zugleich bergen ihre Investments auch die „Gefahr von Exzessen und Missbrauch“, wie die beiden Professoren Reinhard H. Schmidt und Gerald Spindler in einem Gutachten für die Hans-Böckler-Stiftung schreiben.\* Denn die oft sehr hohe Verschuldung aus dem Kaufpreis kann die Existenz der erworbenen Unternehmen bedrohen. Die Ziele von Private-Equity-Gesellschaften und Hedge-Fonds decken sich nicht immer mit den Interessen von Beschäftigten, Gläubigern und denen der übrigen Aktionäre. Schmidt, Ökonom in Frankfurt, und Spindler, Jurist in Göttingen, prüfen darum in ihrem Gutachten im Vorfeld des derzeit debattierten Risikobegrenzungsgesetzes, wie „legitime Schutzbedürfnisse“ der Stakeholder eingelöst werden können.

**Arbeitnehmerschutz:** Die Beschäftigten sollten bei der Übernahme ihrer Firma durch Private-Equity-Firmen oder Hedge-Fonds einen Anspruch auf frühzeitige Information haben, so Schmidt und Spindler, damit sie sich rasch auf eine neue Unternehmenspolitik einstellen können. Bislang verfügen die Arbeitnehmervertreter auf Unternehmens- und Betriebsebene hier nur über einige schwach ausgeprägte Rechte:

- ▶ Dem Aufsichtsrat stehen als Gesamt-Gremium weit gehende Einsichts- und Prüfungsrechte zu, nicht aber einzelnen Mitgliedern oder Minderheiten. Es fehlt an „entsprechenden Minderheitsrechten, um Einsichtsrechte durchzusetzen“, erklären die Forscher. Nur der gesamte Aufsichtsrat kann durch sein Votum eine hohe Kreditaufnahme zur Finanzierung des Kaufpreises des eigenen Unternehmens verhindern. Der Kontrolle würde es aber dienen, wenn bereits Minderheiten wie etwa die Arbeitnehmervertreter durchsetzen könnten, dass solche Vorgänge der Zustimmung des Aufsichtsrats bedürfen.
- ▶ Der Betriebsrat ist rechtzeitig über konkrete Planungen für Personalabbau zu informieren. Das gilt auch, wenn der Finanzinvestor die Pläne entworfen hat. Aber: Im Betriebsverfassungsgesetz ist die Verletzung derartiger Informationspflichten zu schwach sanktioniert.

Wenn es um die Umstrukturierung oder gar Zerschlagung der Firmen geht, treffen in der Regel die Fondsmanager die Entscheidungen. Um von ihnen Informationen zu erlangen, haben die Arbeitnehmervertreter keinen Hebel. Dieses Defizit könnte nach dem Vorbild einer für den US-Kapitalmarkt geltenden Regelung behoben werden, schlagen die Autoren der Studie vor. So muss in den Vereinigten Staaten ein Anleger, der mindestens fünf Prozent der Aktien hält, öffentlich das Ziel seines Investments erklären. Solche Transparenzvorschriften am Kapitalmarkt helfen auch den Beschäftigten und ihren Vertretern. Denn es ist in ihrem fundamentalen Interesse, die Ziele der Investoren zu kennen. Die Investor-Erklärung sollte laut Schmidt und Spindler auch mit der Betriebsverfassung, also den Rechten von Betriebsrat und Wirtschaftsausschuss, verknüpft werden.

**Gläubigerschutz:** Was ökonomisch eine noch vertretbare Kapitalausschüttung ist und wo die Ausplünderung eines Unternehmens beginnt, lässt sich nicht allgemein bestimmen, räumen die beiden Professoren ein. Das Gleiche gilt für das richtige Maß der Verschuldung. Dennoch sollte der Gesetzgeber einen „angemessenen Gläubigerschutz gegenüber exzessiven Ausschüttungen der übernommenen Gesellschaft an die

Erwerber der Gesellschaft“ schaffen. Bislang gibt es einige gesetzliche Hindernisse: den Kapitalerhaltungsgrundsatz bei einer GmbH, Treuepflichten und die neu eingeführte Zinsschranke. Zudem beobachten die beiden Professoren, „dass die deutsche Rechtsprechung Ausplündерungsstrategien einen Riegel vorschieben will“.

Reinhard H. Schmidt und Gerald Spindler regen darüber hinaus an, zu unterbinden, dass die Investoren die Schulden aus dem Kauf auf das erworbene Unternehmen komplett übertragen dürfen. Ein solches Verbot der finanziellen Unterstützung sollte nicht nur für Aktiengesellschaften, sondern für sämtliche Kapitalgesellschaften gelten.

**Schutz vor verdeckten Absprachen:** Kooperieren mehrere Minderheitsaktionäre, erlaubt ihnen das, Transparenzvorschriften auszuweichen. Zudem verschafft es ihnen einen überproportionalen Einfluss auf das Management, was dem Unternehmen Schaden zufügen kann. Das „acting in concert“ der Fonds ist indes schwer nachzuweisen. Aus diesem Grund schlagen die Professoren vor, im Gesetz Regelbeispiele zu schaffen, die verdeutlichen, wann von einem „acting in concert“ ausgegangen werden kann. Der Tatbestand des nicht-legalen „acting in concert“ sollte nicht allein auf Vorgänge auf der Hauptversammlung begrenzt sein. Institutionelle Investoren müssten dann nachweisen, dass sie sich auch sonst nicht in unzulässiger Weise abgesprochen haben. ▶

\* Quelle: Reinhard H. Schmidt, Gerald Spindler: Notwendigkeiten und Möglichkeiten der Regulierung von Private-Equity-Gesellschaften und Hedgefonds, Gutachten für die Hans-Böckler-Stiftung, erscheint in Kürze  
Download unter [www.boecklerimpuls.de](http://www.boecklerimpuls.de)

# Hedge-Fonds: Regeln auch für die Inseln

**Hedge-Fonds agieren meist von Steueroasen aus, wo sie keine Finanzaufsicht kontrolliert. Dennoch gibt es Ansatzpunkte für eine Regulierung – und zwar bei den Kreditgebern.**

Hedge-Fonds handeln mit Derivaten, spekulieren auf Kursverluste – und verwenden bei diesen riskanten Geschäften vor allem geliehenes Geld. Kann ein Fonds seine Kredite nicht zurückzahlen, drohen Banken und Volkswirtschaft erhebliche Schäden. Wie lässt sich das Risiko eindämmen? Der Experte für internationale Finanzmärkte Hans-Joachim Voth rät, bei den Kreditgebern anzusetzen. „Die richtige Lösung liegt in einer Neuregelung der Risikokapitalanforderungen an die Banken“, schreibt der Professor in einem Gutachten für die Hans-Böckler-Stiftung. „Hier kann durch klare, vorsichtige Vorschriften eine deutliche Reduktion der Risiken an den Anlagemarkten und im Banksystem erreicht werden.“

Von Hedge-Fonds gehen Gefahren für die Finanzmärkte aus. Seit der Zahlungsunfähigkeit des Fonds LTCM 1998 ist das sichtbar. Die Schulden von LTCM waren etwa so hoch wie die des brasilianischen Staates. Ihnen stand jedoch kaum eigenes Vermögen gegenüber - auf 100 Dollar Kredite kamen nur knapp 4 Dollar Eigenkapital. Die amerikanische Zentralbank musste eine Rettungsaktion organisieren. Derzeit verfügen Hedge-Fonds über etwa 1.400 Milliarden Dollar Anlagevermögen. Und die Wachstumsraten sind enorm: Waren es noch vor kurzem vor allem reiche Einzelpersonen, die ihr Geld in Hedge-Fonds anlegten, so sind heute immer mehr Pensionskassen, Versicherungen und Universitätsstiftungen dabei. Seit 2000 hat sich das verwaltete Vermögen der Branche mehr als verdreifacht.

Die dahinter stehenden Renditeversprechen können die Fonds allerdings oft nicht halten. Tendenziell fallen die Renditen. Im vergangenen Jahr verlor der Amaranth Fonds über sechs Milliarden Dollar. Die Anleger – darunter auch der Pensionsfonds der Stadt San Diego – verzeichneten enorme Verluste. „Für viele Pensionskassen und Versicherungen wird es zu bösen Überraschungen kommen“, warnt Voth. Der Experte beobachtet bei den Fondsmanagern einen „häufig wenig vertrauenserweckenden Umgang mit Anlegergeldern“. Die meist an Offshore-Finanzplätzen residierenden Hedge-Fonds unterliegen im Unterschied zu Investment-Fonds kaum Beschränkungen.

In der unregulierten Branche häufen sich die Betrugsfälle. Der Fonds Bayou, registriert auf den Cayman-Inseln und ausgestattet mit Anlegergeldern von 450 Millionen Dollar, brach 2004 zusammen. Bayou hatte stets Gewinne ausgewiesen, tatsächlich aber sieben Jahre Verluste gemacht. Untersuchungen lassen darauf schließen, dass Manipulationen generell nicht unüblich sind. Einer neuen US-Studie zufolge fallen die ausgewiesenen Renditen im Dezember dreimal so hoch aus wie im Durchschnittsmonat. Der Verdacht: Weil die Gebühren der Fonds von den bis Ende Dezember erzielten Werten abhängen, werden erwartete Gewinne regelmäßig vorgezogen.

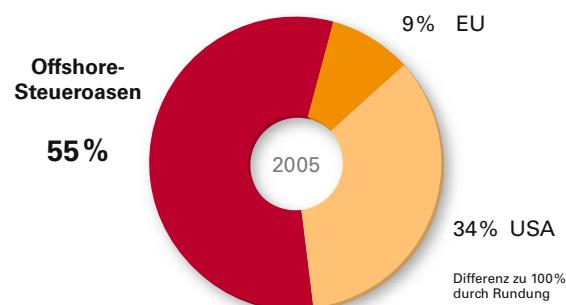
Voths Vorschlag im Detail: Wenn Banken künftig Kredite an Hedge-Fonds vergeben oder Geschäfte für diese abwi-

ckeln, sollen sie die Kredite mit deutlich mehr Eigenkapital unterlegen müssen als bisher – in Zukunft mit etwa 30 Prozent des Kreditvolumens. Dadurch werden Kredite teurer, für Fondsmanager wird es weniger reizvoll, Schulden aufzutürmen. Die Gefahren für die Stabilität des weltweiten Finanzsystems gehen zurück, Milliardenverluste und -gewinne werden seltener. Damit schärfere Mindestkapitalfordernungen greifen, ist eine internationale Vereinbarung nötig. Voth erwartet hierfür Zustimmung – selbst US-Notenbanker und die englische Finanzaufsicht äußern zunehmend Sorgen über die Praktiken der Fonds. Weil nur wenige Banken das Geschäft dominieren, ist diese Lösung leicht umsetzbar: Morgan Stanley, Goldman Sachs und Bear Stearns wickeln mehr als die Hälfte des Geschäfts mit Hedge-Fonds ab, weltweit wären kaum mehr als 20 Kredithäuser von den neuen Regeln substanzial betroffen. Und ohne die Einschaltung einer Investmentbank können nur wenige Hedge-Fonds an den Wertpapiermärkten direkt handeln.

Eine indirekte Regulierung über die Banken ist zwar nur die zweitbeste Lösung. „Idealerweise sollten Hedge-Fonds zu

## Hedge-Fonds fern der Aufsicht

Die weltweit verwalteten Fonds sind registriert in...



Weltweit beträgt das Vermögen von...

Investment-Fonds	20.200 Milliarden Dollar
Hedge-Fonds	1.400 Milliarden Dollar
auf Cayman-Inseln registrierten Hedge-Fonds	500 Milliarden Dollar

Quelle: EZB 2005 | ©Hans-Böckler-Stiftung 2007

einer rechtlichen Ansiedlung in einem OECD-Land gezwungen werden und dort umfassend und vorsichtig reguliert werden“, räumt Voth ein. Doch für einen solchen Schritt erwartet er keine ausreichende Unterstützung. Das Instrument der Kapitalanforderungen erlaubt eine flexible Anwendung: Die Mindesthöhe kann reduziert werden, wenn Fonds langfristige Anlagestrategien verfolgen, sich in einem EU-Land ansiedeln oder mehr Transparenz schaffen. ▶

\* Quelle: Hans-Joachim Voth: Transparency and Fairness auf einem Einheitlichen Europäischen Kapitalmarkt, Gutachten für die Hans-Böckler-Stiftung, 2007

Download unter [www.boecklerimpuls.de](http://www.boecklerimpuls.de)

# Zinsschranke gegen Schuldenstrategie

**Hohe Kreditfinanzierung bei großer Risikostreuung – so sieht das Geschäftsmodell vieler Private-Equity-Firmen aus. Auch wenn ein Teil der gekauften Firmen Pleite geht, kann der Fonds Gewinne machen. Der Staat könnte gegensteuern – indem er allzu hohe Verschuldung teurer macht.**

Private-Equity-Fonds verfolgen andere Interessen als die von ihnen gekauften Firmen und deren Beschäftigte. „Auch wenn zahlreiche Firmen im Portfolio des Private-Equity-Fonds Pleite gehen, kann eine hohe Anlagerendite erzielt werden“, schreibt der Finanzmarkt-Experte Hans-Joachim Voth in einem Gutachten für die Hans-Böckler-Stiftung. Die Strategie bei Private Equity (PE): Sie finanzieren ihre Firmenkäufe überwiegend per Kredit, die sie den Neuerwerbungen aufbürden. Diese Last zwingt manche bis dato gesunde Firma in die Insolvenz. Schlägt sich aber ein Unternehmen trotz der Schulden gut, bringt das dem Fonds eine sehr hohe Rendite – er hat schließlich relativ wenig eigenes Kapital eingesetzt. „Einige wenige Glücksfälle gleichen die Komplettabschreibung auf gescheiterte Investitionsprojekte aus“, erklärt Voth, Ökonomie-Professor an der Universität Barcelona. Doch anders als die Fonds können Beschäftigte, Zulieferer und Kommunen ihr Risiko nicht in dieser Form streuen. Der Wissenschaftler rät darum zu gezielter Regulation.

**Die Zinsschranke.** Eine hohe Kreditaufnahme soll unattraktiver gemacht werden, empfiehlt Voth. Einen ersten Schritt leistet dafür bereits die Unternehmenssteuerreform: Sie schränkt die steuerliche Abzugsfähigkeit von Schuldzinsen ein. Das soll die Verschiebung von Gewinnen ins Ausland bremsen. Im Nebeneffekt wird die Zinsschranke aber auch die Strategie von PE-Firmen beeinflussen, prognostiziert Voth. Wenn Zinszahlungen von über einer Million Euro nicht mehr die Steuerlast reduzieren, dann schmälert das den Cashflow und verteuert letztlich die Kredite.

Eine zusätzliche Hürde regt Voth für Mezzanine-Anleihen und so genannte High-Yield-Kredite an. Die hoch verzinsten Finanzierungsinstrumente haben Charakteristika von Eigenkapital; im Steuerrecht werden sie allerdings wie Fremdkapital behandelt. Das macht ihren Einsatz für PE-Fonds so reizvoll. „Sowohl Banken wie auch Buyout-Anlagefirmen profitieren von massiven Steueranreizen, wenn sie Finanzierungsstrukturen byzantinischer Komplexität mit extremen Zinskosten den übernommenen Firmen aufbürden“, kritisiert der Experte. Der Gesetzgeber solle „eine zusätzliche Einschränkung der Zinsabzugsfähigkeit der für diese Kredite zu zahlenden Schulden in Betracht“ ziehen.

**Schutz gegen feindliche Übernahmen.** In den USA wappnen sich Firmen gegen Übergriffe von Finanzinvestoren. So können Altaktionäre mancher Unternehmen bei einer feindlichen Übernahme zusätzliche Aktien erhalten, was den Kaufpreis erhöht. Inzwischen ist die Mehrzahl der US-Firmen in Bundesstaaten registriert, in denen solche Abwehrmittel - so genannte Poison Pills - erlaubt sind, erklärt Voth. Darum wiederhole sich die Übernahmewelle der 80er-Jahre nicht. In Europa verläuft der Trend umgekehrt – die Europäische Union attackiert Barrieren wie etwa das VW-Gesetz. „Im Sinne einer Waffengleichheit auf beiden Seiten des Atlantiks erscheint es angezeigt, dass europäische Unternehmen sich so schützen können, wie dies amerikanischen Firmen

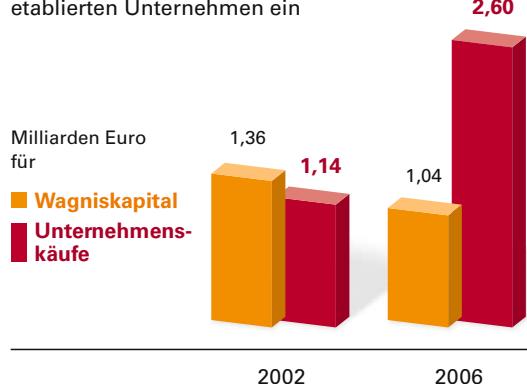
tun“, rät der Finanz-Fachmann. Ansonsten drohe der Ausverkauf vieler Unternehmen an US-Gesellschaften.

**Die Verlustverrechnung** im Portfolio der Fonds bietet einen denkbaren, jedoch problematischen Ansatzpunkt. „Derzeit mindern Verluste aus Firmenpleiten die Steuerlast der Anleger, die mit anderen Investitionen hohe Gewinne erzielt haben“, so Voth. Idealerweise sollte diese Verrechnung verhindert werden. Der Haken: Erfolg verspricht ein Eingreifen nur, wenn nicht nur Deutschland, sondern alle EU- oder OECD-Staaten handeln. Voth nennt darüber hinaus weitere Schritte: eine Verdoppelung der Stimmrechte nach einem Jahr Haltedauer und ein Verbot von schuldenfinanzierten Sonderdividenden.

**Mehr Transparenz.** „Ähnlich wie bei Hedgefonds sind augenscheinlich viele in der Öffentlichkeit dargelegte Renditen von PE-Firmen zu hoch, um voll glaubwürdig zu sein“, beobachtet Voth. Er regt an, Gütesiegel für Anleger zu fördern, nach dem Vorbild des Morning Star Ratings bei Investment

## Private Equity: Wenig Risikofreude

Die Fonds geben weniger Wagniskapital und steigen stattdessen stärker bei etablierten Unternehmen ein



Quelle: Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften 2006  
©Hans-Böckler-Stiftung 2007

Fonds. Das sei nötig, „bevor in stärkerem Maße die Renten- und Versicherungsbeiträge von Arbeitnehmern in diese Form von alternativem Investment angelegt werden“. Das Risiko der Anleger ist sehr hoch, weil die Kalkulation der Fonds oft nicht aufgeht: „Eine Handvoll sehr guter Ergebnisse steht einer erheblichen Anzahl von Verlustfällen gegenüber.“ Weitere Hinweise untermauern den Verdacht der Schönfärberei, so Voth. Junge PE-Firmen wiesen systematisch weniger Anlagen mit Verlusten aus als ältere. „Wenn Erfahrung nützlich ist, sollte das Gegenteil der Fall sein.“ ▶

\* Quelle: Hans-Joachim Voth: Transparency and Fairness auf dem Einheitlichen Europäischen Kapitalmarkt, Gutachten für die Hans-Böckler-Stiftung, 2007

Download und Quellendetails: [www.boecklerimpuls.de](http://www.boecklerimpuls.de)

# Vorzug für Anleger mit Perspektiven

**Aggressive Anleger drängen auf hohe Ausschüttungen, selbst wenn sich Unternehmen darüber völlig verschulden. Ein Gutachten skizziert, wie Regulierung dies eindämmen kann: durch qualifizierte Stimmrechte und Grenzen für den Rückkauf von Aktien.**

Möglichst rasch Geld aus einem Unternehmen ziehen - das streben viele Private-Equity- und Hedge-Fonds an, wenn sie Firmen übernehmen. Die gleiche Absicht verfolgen auch einige Anleger, die zwar nur kleinere Aktienpakete an Unternehmen erwerben, aber dennoch versuchen, großen Einfluss auf das Management auszuüben. Dazu nutzen sie Koalitionen mit anderen Aktionären und öffentlichen Druck. Hans-Joachim Voth, Experte für Finanzmärkte, analysiert in einem Gutachten für die Hans-Böckler-Stiftung den so genannten Investoren-Aktivismus – welche Schäden er verursacht und wie er reguliert werden kann. Investoren-Aktivisten waren bei Unternehmen wie General Motors, der Deutschen Börse und ABN Amro erfolgreich. Sie drängen auf Sonderdividende und Aktienrückkäufe, um den Kurs der Aktie zu erhöhen. Um das zu bezahlen, verlangen sie vom Management den Abbau von Barreserven, den Verzicht auf Investitionen, den Verkauf von Unternehmensteilen - eine Unternehmenspolitik, die Beschäftigten, Zulieferern und Gläubigern schadet.

„Für Aktionäre kann das finanzielle Ausbluten von Unternehmen profitabel werden“, beobachtet der Ökonomie-Professor mit Lehrstuhl in Barcelona. Selbst große Unternehmen wie General Motors (GM) werden zum Opfer des Investo-

Um weiteren Raubbau an Industrieunternehmen durch allein kurzfristig orientierte Anleger zu verhindern, empfiehlt der Finanzmarktexperte gesetzliche Regulierung.

**Qualifizierte Stimmrechte.** Der Wirtschaftswissenschaftler hält es für fraglich, ob kurzfristig erworbene Aktien mit vollen Stimmrechten ausgestattet sein sollten. Etliche Investoren-Aktivisten reklamieren für sich, Verfechter einer Anlegerdemokratie zu sein. „Doch niemand würde auf die Idee kommen, in der Schweiz alle Touristen abstimmen zu lassen“, erwidert Voth. Schon einfache Regeln können für Verbesserungen sorgen: „Würde beispielsweise eine Mindesthaltezeit von einem Jahr zwingend vorgeschrieben, bevor Aktienstimmrechte auf der Hauptversammlung ausgeübt werden können, so würden die Gewinnaussichten für kurzfristig agierende Investoren deutlich zurückgehen.“ Eingriffe von Investoren ohne Interesse am langfristigen Unternehmenserfolg lassen sich so eindämmen. Nach einer Haltedauer von drei Jahren könnte das Stimmengewicht verdoppelt werden.

**Mehr Transparenz.** In den USA müssen alle Anleger, die mehr als fünf Prozent einer Aktiengesellschaft besitzen, detailliert Auskunft über Geldgeber, ihre Intentionen und Handelsverhalten geben. Wie viele Anteile haben sie, wem gehört der Fonds, welchen persönlichen Hintergrund hat der Großaktionär, ist er in Rechtsstreitigkeiten verwickelt? Das vermeidet Insiderkonflikte und gibt dem Unternehmen die Chance, sich auf seine Eigentümer einzustellen. Sollte es hierfür keinen europäischen Konsens geben, „wäre sogar ein deutscher Alleingang möglich und hilfreich“, erklärt der Finanzexperte. Wer sich als Aktionärsdemokrat versteht, dürfte gegen eine solche Auflage keine Einwände haben.

**Grenze für Aktienrückkäufe.** In den USA setzten die Unternehmen zwischen 2000 und 2005 jeden zweiten neu geliehenen Dollar nicht für Investitionen ein, sondern dafür, an der Börse Aktien des eigenen Unternehmens zu kaufen. Das Kalkül hinter einem Großteil dieser Transaktionen: Es kursieren weniger Aktien am Kapitalmarkt, darum fällt der Gewinn je Aktie höher aus – selbst bei unverändertem Gewinn. Die ausgewiesene Eigenkapitalrendite steigt also. Doch der Rückkauf hat auch Nachteile: Das Unternehmen wird anfälliger für Krisen, und das bei wachsender Verschuldung. Weniger risikotragendes Kapital steht zwischen der Firma und der Insolvenz, sollten die Verkäufe mal einbrechen. Die Interessen von Investoren und anderen Stakeholdern – wie Beschäftigten und Zulieferern – driften auseinander. Dazu Voth: „Investoren können durch Diversifikation mit dem Risiko einzelner Pleiten leben – Angestellte nicht.“ Um die Ungleichheit wenigstens einzuschränken, schlägt der Finanzfachmann vor, den Rückkauf von mehr als 5 Prozent aller ausstehenden Aktien pro Jahr gesetzlich zu verhindern. Bei einer solchen Schranke – die derzeit bei 10 Prozent liegt – könne das Management immer noch den Eigenkapital-Einsatz steuern. „Doch der Hoffnung auf schnelle Kurssteigerungen, indem Barreserven oder frische Schulden für Rückkäufe eingesetzt

## Investoren kaufen häufiger entwickelte Unternehmen

So verteilt sich privates Beteiligungskapital auf die Phasen der Unternehmensentwicklung



Quelle: Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften 2007 | ©Hans-Böckler-Stiftung 2007

ren-Aktivismus. Bei GM gab es in den 90er-Jahren einen Aufstand der Aktionäre – angeführt vom berühmt-aktivistischen Rentenfonds der kalifornischen öffentlichen Angestellten CalPERS. In der Folge wurden der Vorstandsvorsitzende entlassen, ein radikales Schlankheitsprogramm verordnet, Milliarden an die Aktionäre ausgeschüttet. Die Konsequenz für den Autobauer: „Mittlerweile ist die Produktpalette so veraltet, dass GM die Krankenversicherungs- und Pensionskosten seiner Arbeiter kaum noch zu tragen vermag.“

werden, wäre so ein Riegel vorgeschoben.“ Dafür könnten dickere Kapitalpolster die Firmen und die Volkswirtschaft abfedern.

**Schranken für Schuldenaufnahme.** Werden die Rückkauf-Möglichkeiten beschnitten, dann können die Investoren-Aktivisten Ausschüttungen auf einem anderen Weg anstreben – etwa via Sonderdividenden. Wenn das Unternehmen nicht über umfangreiche Barreserven verfügt, haben aggressive Anteilseigner in der Vergangenheit neue Kredite für die Dividendenzahlung verlangt. Will der Staat das einschränken, kann er gegen eine zu hohe Verschuldung vorgehen, so der Wissenschaftler. Ein erster Schritt dafür ist getan: Die Zinsschranke der novellierten Unternehmensteuer begrenzt die steuerliche Abzugsfähigkeit von Schuldzinsen. Ein zweiter, noch wichtigerer Ansatz zielt auf den Schutz der Altläubiger des Unternehmens. Denn Anleihenbesitzer und Banken

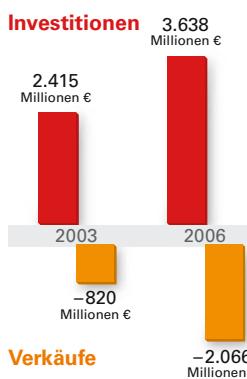
geben Unternehmen Geld in der Annahme, dass es weiter solide wirtschaftet. Rückt das Unternehmen auf Druck der Investoren-Aktivisten vom Kurs ab, werden faktisch Mittel umverteilt, analysiert der Ökonom. Zu Gunsten der Aktionäre stehen die Gläubiger schlechter da. Voths Vorschlag: „Wenn der ursprüngliche Kreditvertrag keine Klauseln für den Fall einer Bonitätsminderung vorsieht, sollte die Möglichkeit der Schaffung von Regressansprüchen geprüft werden.“

**Hohe Ausschüttungen schwächen die Perspektiven der Firma.** Zwar argumentieren manche Betriebswirte, es sei besser, wenn ein Unternehmen nicht über allzu viel Geld verfügt; das verführe das Management, in Projekte mit schlechten Aussichten zu investieren. Doch diese These wird nicht von der Empirie gestützt, wie Voth darlegt. Eine Untersuchung zweier US-Forscher zeigt

vielmehr: Firmen, die über viel Bargeld verfügen „schneiden deutlich besser in ihrem operativen Geschäft ab als Konkurrenten aus der gleichen Industrie und mit vergleichbarer Größe sowie diejenigen Firmen, die ihre Barreserven massiv reduziert haben“. Sie investieren mehr als andere, wachsen schneller, forschen und entwickeln mit mehr Nachdruck.

Die Budgets für Forschung und Entwicklung (F&E) werden regelmäßig beschnitten, wenn ein Aktionär massive Ausschüttungen durchsetzt. Für die USA hat eine Studie des U.S.

### Kaufen, um wieder zu verkaufen



Quelle: Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften 2007  
©Hans-Böckler-Stiftung 2007

Census Office nachgewiesen, dass Firmen mit hohen Barbeständen rund 17 Prozent ihrer Aktiva für F&E verwenden. Die Konkurrenten, denen es an Liquidität fehlt, setzen nur etwa die Hälfte davon ein. Das deutet darauf hin, dass Investitionen mit Fremdkapital schwerer zu realisieren sind. Untersuchungen belegen auch: Nach Übernahmen durch Private-Equity-Fonds sinken in der Regel die Forschungsausgaben. Besonders auffällig ist das, wenn der Kaufpreis per Kredit finanziert wurde: Laut einer weiteren Studie des U.S. Census Office

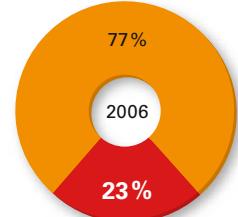
kommt dann eine Kürzung um 40 Prozent. Bei kleineren Firmen schlägt sich das zügig auf den Markterfolg nieder. Voth folgert daraus, „dass bei der Ausschüttung der Barreserven an die Aktionäre den Firmen häufig ein Stück ihrer Zukunft geraubt wird“. So entstünden erhebliche Schäden für die Volkswirtschaft.

Bereits 1989 beklagte der renommierte Wachstumstheoretiker und Nobelpreisträger Robert Solow den Verlust der Wettbewerbsfähigkeit vieler US-Firmen durch eine „exzessive und gefährliche Überschätzung der Kurzfrist-Profitabilität“. Diese von Investoren-Aktivisten durchgesetzte Denk-

### Fast ein Viertel wird abgeschrieben

Wenn Finanzinvestoren sich von Beteiligungen trennen, ...

werden die Firmen weiterverkauft

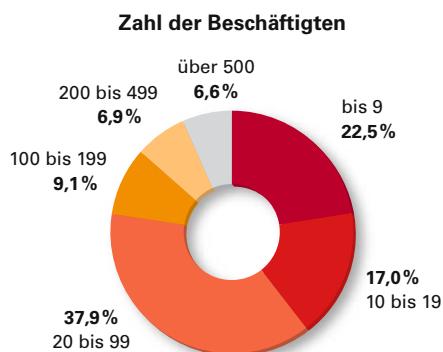


war das ein Totalverlust

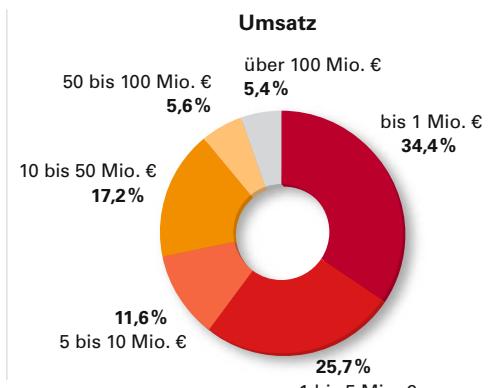
Quelle: Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften 2007  
©Hans-Böckler-Stiftung 2007

### Investitionen: Vorzugsweise Mittelstand

So verteilen sich die Privatinvestitionen 2006 auf Unternehmen nach...



Quelle: Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften 2007 | ©Hans-Böckler-Stiftung 2007



weise hatte Folgen für die angelsächsische Wirtschaft, ergänzt Hans-Joachim Voth. „Nachdem in den USA und auch in Großbritannien der Industriesektor in den letzten Jahren massiv geschrumpft ist – auch wegen der Aktivitäten von PE-Firmen –, droht ein ähnliches Schicksal in Europa.“ ▶

\* Quelle: Hans-Joachim Voth: Transparenz und Fairness auf einem Einheitlichen Europäischen Kapitalmarkt, Gutachten für die Hans-Böckler-Stiftung, Mai 2007

Download und Quellendetails: [www.boecklerimpuls.de](http://www.boecklerimpuls.de)

# Rechtliche Grenzen für Firmenkäufer

**Finanzinvestoren kaufen Unternehmen auf Pump, anschließend bürden sie ihnen die Schuldenlast auf. Dieses Vorgehen kann florierende Firmen an den Rand der Insolvenz bringen. Doch nicht alle Übernahme-Praktiken sind rechtlich einwandfrei.**

Die Zahl der kreditfinanzierten Unternehmensübernahmen in Deutschland nimmt seit 2004 stark zu. Beim so genannten Leveraged Buy Out (LBO) setzt der Investor das Fremdkapital als Hebel (lever) ein: Solange der Zins, der für ein Darlehen gezahlt werden muss, kleiner ist als die Rendite aus dem Unternehmenskauf, steigert das seinen Profit. Deshalb haben die niedrigen Zinsen in den vergangenen Jahren den LBO lukrativer gemacht. In Extremfällen haben manche Private-Equity-Fonds ihre Transaktionen zu 90 Prozent mit Fremdkapital bezahlt, wie Frank Schäffler\*, Rechtsanwalt in Stuttgart, beobachtet.

Das Risiko ist für die Firmenkäufer gering, weil sie den Kredit oft mit dem Vermögen des erworbenen Unternehmens absichern können. In der Praxis holen sie sich den Kaufpreis zügig zurück – aus Mitteln des Unternehmens. Meist schadet das Beschäftigten und Fiskus: Die Zinsaufwendungen für die Schulden werden mit den Unternehmenserträgen verrechnet, das mindert den Steueraufwand. Und wenn der Investor Eigenkapital abzieht, kann dem Unternehmen bald „die Substanz fehlen, um eine Krisensituation durchzustehen“, so Schäffler. Der Jurist hat in einem Gutachten untersucht, ob das Vermögen der erworbenen Gesellschaft in unbegrenztem Umfang zur Finanzierung der Kaufpreisschulden genutzt werden darf. Seine Antwort: nicht immer. Es gibt rechtliche Grenzen für den Leveraged Buy Out – je nach dem, wie er durchgeführt wird.

**Beim Merger Buy Out** gründet der Investor eigens zu diesem Zweck eine Gesellschaft, die so genannte Akquisitionsgesellschaft (A). Die A bekommt vom Private-Equity-Fonds etwas Eigenkapital und nimmt zusätzlich ein großes Darlehen auf. Damit erwirbt sie die Zielgesellschaft (Z). Nun verschmelzen beide Gesellschaften, die Z löst sich auf. Danach genießt die erloschene Z keinerlei rechtlichen Schutz mehr.

**Debt Push Down** bezeichnet das umgekehrte Verfahren. Wieder wird eine Akquisitionsgesellschaft gegründet, sie übernimmt mit wenig Eigen- und viel Fremdkapital die Zielgesellschaft. Bei der Verschmelzung geht nun jedoch die A unter. Die A bringt vor allem Schulden in die Fusion: Die werden auf die Z übertragen (push down). In diesen Fällen kann der Investor nicht beliebig Schulden anhäufen. Der Bundesgerichtshof (BGH) hat mit einem Urteil im November 2003 klargestellt: Es gibt ein Limit für Zahlungen an Eigentümer. Laut Kapitalerhaltungs-Grundsatz (Paragraf 30 GmbH-Gesetz) darf eine GmbH das zur Erhaltung ihres Stammkapitals erforderliche Vermögen nicht an die Gesellschafter auszahlen. Auch gebundene Rücklagen sollen nicht angetastet werden. Im Streitfall hatte eine GmbH ein Darlehen von 850.000 Mark an einen Gesellschafter vergeben, anschließend musste sie Insolvenz anmelden. Auch wenn die GmbH den Rechtsanspruch hatte, das geliehene Geld zurückzuerhalten – ein derart hohes Darlehen sei nicht zu rechtfertigen, erklärte der BGH.

Das Prinzip gilt auch für Aktiengesellschaften (AG). Die AG darf mit Ausnahme des Bilanzgewinns keine Einlagen an

die Gesellschafter zurückzahlen. Nach Paragraf 71a Aktiengesetz ist „die Gewährleistung eines Darlehens durch die Zielgesellschaft an die Akquisitionsgesellschaft nichtig, wenn mit der Darlehensvaluta der Erwerb von Aktien der Zielgesellschaft finanziert werden soll“. Vorstände oder Manager der Zielgesellschaft können bei einem Verstoß gegen das Kapitalerhaltungsgebot haftbar gemacht werden, gefährden sie das Unternehmen durch zu hohe Kredite. Es ist dann möglich, sie strafrechtlich wegen Untreue zu belangen oder zivilrechtlich zum Schadensersatz zu verpflichten. Die Haftung kann auch die Gesellschafter treffen.

**Ein Unternehmen darf seinen Erwerb nicht selbst schrankenlos finanzieren** – das ergibt sich aus dem BGH-Urteil. Wenn das Zielunternehmen weiter existiert, wie es bei einem LBO nach der Debt-Push-Down-Variante der Fall ist, steht es unter dem Schutz des Kapitalerhaltungs-Grundsatzes. Ist es rechtlich erloschen – wie beim Merger Buy Out –, dann gelten die gesetzlichen Schutzvorrichtungen nur noch für die Akquisitionsgesellschaft. ◀

## Private Equity: So agieren Fonds

### Das macht Unternehmen für Finanzinvestoren reizvoll

- Großes Wertsteigerungspotenzial durch Erschließung weiterer Märkte
- Umfangreiche stille Reserven
- Hoher Anteil an nicht betriebsnotwendigen Vermögen
- Hoher konstanter Cash-Flow
- Bei Mischkonzernen: potenzieller Marktwert aller Sparten übersteigt den Gesamtwert

### Darum stehen viele Firmen zum Verkauf

- Erben wollen Familienunternehmen nicht leiten, sie ziehen hohe Verkaufserlöse vor
- Nachfolgeregelungen in Familienunternehmen schaffen Finanzierungsprobleme
- Sparten, die nicht mehr zum Kerngeschäft gehören, werden abgestossen
- Öffentliche Haushalte bauen Schulden ab, indem sie Beteiligungen veräußern

Quelle: Kamp, Hans-Böckler-Stiftung 2006

\* Quelle: Frank Schäffler: Die Grenzen der Nutzung des Vermögens der Zielgesellschaften bei der Finanzierung von LBO-Transaktionen, in: Der Betriebsberater, 48/2006, Beitrag auf Basis eines Rechts-gutachtens für die IG Metall

Download unter [www.boecklerimpuls.de](http://www.boecklerimpuls.de)

# Vom Kapitalmarkt getrieben

**Amerikas Unternehmensvorstände klagen über den zunehmenden Druck von Analysten und Großanlegern wie etwa den dort mächtigen Pensionsfonds. Um kurzfristig die Erwartungen der Kapitalmärkte zu erfüllen, nehmen Konzernlenker sogar langfristig Wertverluste in Kauf, so eine Studie.\***

Forscher des National Bureau of Economic Research, der Duke University und der University of Washington befragten die Finanzvorstände börsennotierter Unternehmen zum Einfluss der Kapitalmärkte auf unternehmerische Entscheidungen. Institutionelle Investoren wie Versicherungen oder Fonds üben nach Ansicht der Manager den größten Einfluss auf den Börsenwert der Unternehmen aus, gefolgt von den Analysten der großen Bankhäuser. Die Crux: Im schlimmsten Fall reicht der Horizont von Aktionären und besonders von Analysten gerade einmal bis zu den nächsten Quartalszahlen. Dieser so genannte Short-Termismus hat sich inzwischen auch in den Schaltzentralen börsennotierter Unternehmen breit gemacht, ergab die Untersuchung.

So würde mehr als die Hälfte der Finanzchefs den Start von Projekten verschieben, nur um Analystenerwartungen zu erfüllen – selbst wenn das dem Unternehmenswert später schadet. Denn die Manager sind davon überzeugt, dass die Kapitalmärkte von ihnen ein größtmögliches Maß an Verlässlichkeit erwarten. Unterschreiten die Quartalszahlen die

Analystenprognosen, geraten die Unternehmensaktien unter Druck – und mit ihnen die Firmenchefs: „Verfehle ich die Markterwartungen, kostet mich das den Job“, zitieren die Forscher einen der Finanzvorstände.

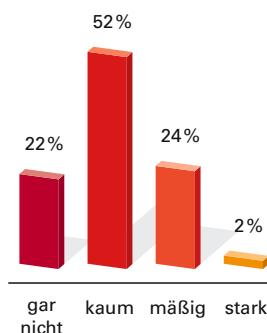
Den heftigen Reaktionen auf dem Börsenparkett liegt die Annahme zugrunde, dass die meisten Konzerne ihre Zahlen so beeinflussen können, dass sie die Analystenerwartungen erfüllen. Fehlen an der Prognose ein, zwei Cent, dann könnte das ein Hinweis auf gravierende Probleme sein.

Um solch einen Eindruck gar nicht erst entstehen zu lassen, gefährden Manager wissentlich die Zukunft ihres Unternehmens, so die Studie.

Vier von fünf würden dafür sogar ihre Forschungs- und Entwicklungsausgaben kürzen, wodurch sie in Folgejahren möglicherweise hinterherhinken. Auch Marketing und Instandhaltung würden 80 Prozent lieber schleifen lassen, um gute Quartalszahlen präsentieren zu können.

## Keine Experimente!

Wie stark dürfte der Wert Ihres Unternehmens fallen, wenn dadurch der Gewinn stetig wachsen würde, wie es Analysten bevorzugen?



Umfrage unter 401 Finanzvorständen US-amerikanischer Unternehmen  
Quelle: Graham, Harvey, Rajgopal 2004  
© Hans-Böckler-Stiftung 2006

Die überwältigende Mehrheit der Befragten glaubt auch, dass die Kapitalmärkte einem stetigen – eventuell schwächeren – Firmenwachstum mehr abgewinnen können als heftigen Ausschlägen nach oben und unten, selbst wenn das Unternehmen so stärker wächst. Denn stetiges, verlässliches Wachstum erleichtert den Job der Analysten, die Entwickl-

## Schnelles Geld statt Investitionen

So viele US-Finanzvorstände würden zum Quartalsende noch in ein langfristig lukratives Projekt investieren, wenn die kurzfristigen Gewinnerwartungen an ihr Unternehmen...

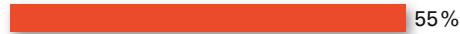
... sicher erfüllt werden können



... leicht unterschritten werden



... unterschritten werden



... wesentlich unterschritten werden

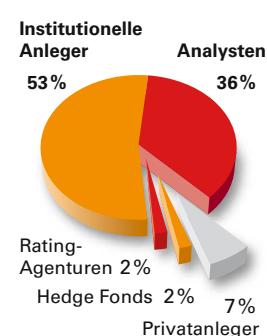


Umfrage unter 401 US-Finanzvorständen  
Quelle: Graham, Harvey, Rajgopal 2004 | © Hans-Böckler-Stiftung 2006

lung des Konzerns zu prognostizieren. Kunden und Lieferanten gewinnen den Eindruck, dass die Geschäfte ordentlich laufen. 78 Prozent der Finanzchefs würden einen insgesamt niedrigeren Unternehmenswert in Kauf nehmen, wenn sie nur so ein stetiges Wachstum erreichen können.

## Fremdbestimmt

Welche Instanzen bestimmen den Aktienkurs Ihres Unternehmens?



Umfrage unter 401 Finanzvorständen US-amerikanischer Unternehmen  
Quelle: Graham, Harvey, Rajgopal 2004  
© Hans-Böckler-Stiftung 2006

Immerhin: Viele Konzernzentralen in den USA haben dem Drängen auf kurzfristige Gewinne inzwischen einen Riegel vorgeschoben. Um sich den Zwängen der Finzmärkte zu entziehen, verzichten sie darauf, alle drei Monate neue Ergebnisziele zu setzen. Laut einer Erhebung des National Investor Relations Institute sank der Anteil der Firmen, die ihre Ziele veröffentlichten, von 71 Prozent 2005 auf 66 Prozent in diesem Jahr. Zu den Verweigerern gehören Ford, General Motors, Motorola und Intel. Netter Nebeneffekt: Unternehmen, die keine Quartalsziele mehr nennen, geben mehr Informationen

über die langfristige Entwicklung ihres Unternehmens heraus. Und diese sind in der Regel weitaus besser geeignet, den wirklichen Zustand eines Unternehmens zu beurteilen. ▶

\* Quelle: John R. Graham, Campbell R. Harvey, Shiva Rajgopal: The Economic Implications of Corporate Financial Reporting, National Bureau of Economic Research, Working Paper Nr. 10550 (2004)  
Download unter [www.boecklerimpuls.de](http://www.boecklerimpuls.de)

# Wo nur die Rendite zählt

Trotz Rekordgewinnen bauen viele Unternehmen Beschäftigung ab. Ein Grund: Sie stehen unter starkem Druck, dem Kapitalmarkt üppige Renditen zu liefern. Eine Studie\* analysiert, wie Investmentfonds, Analysten und Rating-Agenturen die harte Konkurrenz des Finanzmarkts in die Unternehmen übertragen – und so deren Strategie bestimmen.

Pensions- und Investmentfonds besaßen 2003 gut 60 Prozent der Anteile an den 1.000 größten US-Aktiengesellschaften. Allein die 20 größten Fonds verfügten über rund 40 Prozent der Aktien amerikanischer Konzerne. In Deutschland verwalteten institutionelle Anleger im Jahr 2000 ein Vermögen, das 80 Prozent des deutschen Bruttosozialproduktes entsprach. Zehn Jahre vorher war es nur ein Drittel.

Die Wirtschaft verändert sich, weil sich das Eigentum an großen Unternehmen auf institutionelle Anleger konzen-

die Investmentfonds publizieren, häufig manipuliert sind“, schreibt Windolf. Die Fonds verwenden Berechnungsmethoden, die nicht vergleichbar sind, oder publizieren nur die überdurchschnittlichen Erträge. Ein weiteres Problem: Die Erwartungen der Anleger bestimmen – stärker als das Ertragspotenzial – die angestrebte Rendite der Unternehmen.

**Die Investmentfonds geben den Konkurrenzdruck an die Unternehmen weiter, deren Aktien sie besitzen.** Sie bedienen sich einer Doppelstrategie von Exit und Voice. Exit: Die

Fonds erwerben selten mehr als zwei Prozent an einem Unternehmen. So können sie ihre Aktien jederzeit verkaufen und in eine renditeträchtigere Anlage umleiten. Im Schnitt verabschieden sich Fonds nach 20 Monaten von ihrem Investment. Die Verkaufsdrohung macht wegen zu erwartenden Kursverlusten das Management gegenüber den Forderungen der Fonds gefügig. Voice: Obwohl sie in der Regel nur Minderheitsgesellschafter sind, finden sie auch auf Hauptversammlungen von Aktiengesellschaften Gehör. Stimmen sich 20 Fonds mit je zwei Prozent ab, ist das eine relevante Gruppe. Die Kombination von Exit und Voice kann Unternehmen schaden. Windolfs Beispiel

## Wie Investmentfonds anlegen

Anlagestil	Anlageobjekt	Kalkül des Investors	Risiko	Anteil an Fonds	Verkauf nach Ø
Momentum	Unternehmen profitiert vom Börsentrend	Trend verstärken		13,5%	15 Monaten
Aggressive growth	Unternehmen macht aktuell keinen Gewinn	auf starken Zuwachs hoffen		8,9%	12 Monaten
Growth	Unternehmen macht aktuell wenig Gewinn	auf Zuwachs hoffen		41,2%	22 Monaten
Value	Unternehmen in wichtigem Aktienindex (z.B. DAX)	Kontinuität erwarten		14,2%	15 Monaten
Income	Unternehmen zahlt hohe Dividende	Gewinn-ausschüttung verlangen		22,2%	26 Monaten

Auf Basis von 203 untersuchten US-Aktiengesellschaften, ihr Anteil an allen Aktienbesitzern beträgt 60,7%  
Quelle: Hotchkiss, Strickland 2003 | © Hans-Böckler-Stiftung 2006

triert: Investment- und Pensionsfonds dringen machtvoller als Kleinanleger auf hohe Eigenkapitalrenditen, denken aber anders als sonstige Großeigentümer. Der Druck zwingt Manager zu einer „kurzfristigen Strategie der Profitmaximierung“, so Professor Paul Windolf. Langfristige Geschäftsstrategien lassen sich unter diesem Einfluss nur schwer verfolgen. Wie es den institutionellen Anlegern gelingt, Unternehmensziele zu diktieren, analysiert der Soziologe in der Literaturstudie „Was ist Finanzmarktkapitalismus?“.

**Die Konkurrenz der Investment- und Pensionsfonds um Anleger treibt die Renditeerwartungen in die Höhe.** Die Attraktivität eines Fonds für neue Kunden hängt von seinen bisherigen Erträgen ab: Erzielt ein Fondsmanager eine Rendite, die 1 Prozent über dem Schnitt der Konkurrenten liegt, kann er im Folgejahr mit 1,3 Prozent mehr Einlagen rechnen, so eine Untersuchung in den USA. Ein nicht konkurrenzfähiges Ergebnis gefährdet hingegen seinen Arbeitsplatz. „Der extreme Konkurrenzdruck führt dazu, dass die Erträge, die

ist die Deutsche Börse: „Eine Gruppe von Investmentfonds, die im Durchschnitt weniger als 18 Monate Eigentümer eines Unternehmens sind, kann das Management zwingen, eine auf langfristige Entwicklung angelegte Geschäftsstrategie aufzugeben und die kurzfristigen Renditeforderungen der Eigentümer zu erfüllen.“

### ► Die Helfer der neuen Eigentümer

Auch Analysten und Rating-Agenturen tragen dazu bei, Unternehmen auf Renditeziele zu verpflichten. **Analysten** reduzieren komplexe Prozesse eines Unternehmens auf wenige Kennzahlen. Wenn sie die künftigen Erträge des Unternehmens höher einschätzen, als der gegenwärtige Kurs widerspiegelt, raten sie zum Kauf, andernfalls zum Verkauf. Ihre Arbeitsweise wird kritisch gesehen:

► Viele Analysten haben nur wenig Berufserfahrung. Eine Untersuchung unter 12.300 Analysten an der Wall Street von 1983 bis 2000 ergab: Fast 50 Prozent von ihnen sind erst

zwei oder drei Jahre in diesem Job. Das beeinträchtigt die Qualität ihrer Arbeit, denn es ist belegt: Je länger ein Analyst in seinem Beruf ist, umso präziser werden seine Prognosen.

► Analysten arbeiten häufig für Wertpapierhäuser, die mit Aktien handeln. Sie werden von ihrem Arbeitgeber gedrängt, Prognosen zu publizieren, die geeignet sind, den Umsatz von Wertpapieren zu steigern. Darum werden sie eher für optimistische Prognosen als für Genauigkeit belohnt. Wer hohe Gewinne prognostiziert, hat bessere Chancen auf einen Job bei einem Top-Wertpapierhaus, so eine Studie – der Wert darf nur nicht allzu weit vom tatsächlichen abweichen.

**Rating-Agenturen** entscheiden über die Kapitalkosten von Unternehmen. Ein gutes Bonitätsurteil kann den Kurs von Anleihen und Aktien beleben oder Kreditzinsen senken. Der Rating-Markt ist hoch konzentriert, drei Agenturen dominieren ihn weltweit: Standard & Poor's, Moodys (beide zu je 40 Prozent) und Fitch Ratings (15 Prozent). „Es sind die Unternehmen, die um Rating-Agenturen mit hohem Prestige werben, um eine möglichst günstige Bewertung zu erhalten“, so Windolf. Die Agenturen kontrollieren, ob Unternehmen bestimmte Kapitalmarktstandards erfüllen – ob sie Quartalszahlen pünktlich veröffentlichen und Bilanzierungsvorschriften einhalten, Geschäftspolitik und Strategie transparent darstellen. Dadurch erleichtern sie institutionellen Anlegern das Exit- und Voice-Vorgehen. Ratings mit einer Skala von bis zu zehn Stufen suggerieren zudem „eine Genauigkeit der Prognose, die tatsächlich nicht möglich ist.“

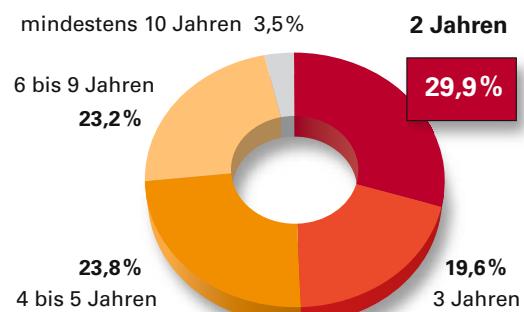
Rating-Agenturen sind die eigentlichen Schöpfer eines globalen Finanzmarktes. Sie bewerten Unternehmen weltweit in standardisierter Form, ihre Informationen stehen allen Marktteilnehmern zur Verfügung. Sie eröffnen damit Investmentfonds den raschen Zugriff auf Unternehmen.

### ► Wie Fonds Manager disziplinieren

**Feindliche Übernahmen** können Unternehmen treffen, deren Börsenkapitalisierung kleiner ist als ihr Wert. Das lockt so genannte Raider an, Finanzmarktakteure, die Aktionären höhere Preise als den Börsenkurs anbieten und üppige Erträge

## Analysten: Viel Einfluss, wenig Erfahrung

So viele Analysten arbeiten in ihrem Beruf seit...



Datenbasis 12.300 Analysten in 619 Investmentbanken und Wertpapierhandelshäusern 1983 bis 2000; Quelle: Hong, Kubick 2003 | ©Hans-Böckler-Stiftung 2006

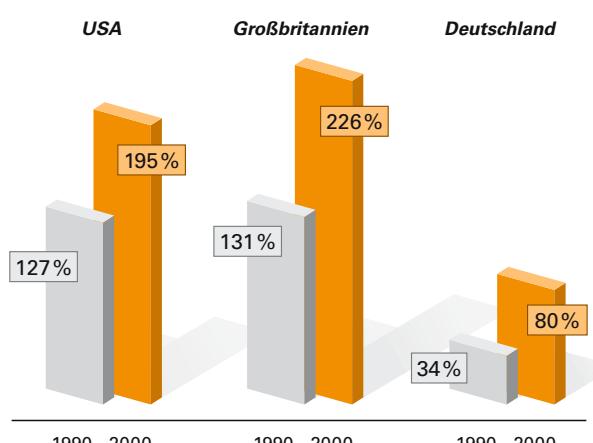
ge durch Restrukturierungen oder den Verkauf einzelner Unternehmensteile anstreben. Top-Manager werden nach einer feindlichen Übernahme häufiger entlassen als nach anderen Unternehmenskäufen - ein Grund, warum Manager willig die Vorgaben des Kapitalmarktes berücksichtigen und einen niedrigen Aktienkurs ihres Unternehmens zu vermeiden versuchen. „Wenige, tatsächlich durchgeführte feindliche Übernahmen disziplinieren durch ihre abschreckende Wirkung Tausende von US-Großunternehmen“, schreibt Windolf. Zwischen 1979 bis 1998 wurden 7,5 Prozent der an der Wall Street notierten Unternehmen feindlich übernommen. Die Kosten einer feindlichen Übernahme waren meist sehr hoch, für manche Unternehmen ruinös.

**Der Verkauf von Tochtergesellschaften** gegen den Willen der lokalen Führungskräfte hat einen ähnlichen Effekt. Schon die Drohung wirkt. Investmentfonds fordern, dass alle Unternehmensteile Renditen erreichen, die sich an Benchmarks – etwa der Eigenkapitalrendite führender Konkurrenten – orientieren. Bleibt eine Sparte dahinter zurück, steht sie zur Disposition. Das erschwert es den Unternehmenstöchtern, langfristig zu planen.

**Aktienoptionen für Manager** bergen ein beträchtliches Risiko, zeigen Erfahrungen in den USA. Sie „verlagern die Interessen der Manager tendenziell auf die Finanzmärkte“ und unterminieren dadurch die Loyalität der Führungskräfte zum sozialen Gebilde „Unternehmen“, warnt der Soziologe. „Je höher die kurzfristigen Gewinne aus Aktienoptionen im Vergleich zu den langfristigen Einkommenschancen, die Manager im internen Arbeitsmarkt des Unternehmens erwarten können, umso stärker ist der Anreiz zum Opportunismus.“ Der Betrugsfall des amerikanischen Energiekonzerns Enron – sein ehemaliger Vorstandschef Kenneth Lay erhielt aufgrund von Finanzmanipulationen 131 Millionen US-Dollar im Jahr in Form von Aktienoptionen – war in dieser Anreizstruktur begründet. „Wenn Aktienoptionen so exorbitante Einkommenschancen bieten, ist Loyalität zum Unternehmen kein starkes Handlungsmotiv mehr“. ▶

## Reiche Investmentfonds

Das Vermögen von Investmentfonds im Vergleich zum Bruttonsozialprodukt betrug in...



Quelle: OECD, Financial Market Trends 2001 | ©Hans-Böckler-Stiftung 2006

\* Quellen: Paul Windolf: Finanzmarktkapitalismus: Analysen zum Wandel von Produktionsregimen, VS-Verlag, Wiesbaden 2005; und: Das neue Regime des Finanzmarkt-Kapitalismus, in: Magazin Mitbestimmung 6/2006  
Download und Quellendetails: [www.boecklerimpuls.de](http://www.boecklerimpuls.de)

## Impressum

Herausgeber: Hans-Böckler-Stiftung

Hans-Böckler-Straße 39, 40476 Düsseldorf, Telefon 02 11/77 78-0

Verantwortlicher Geschäftsführer: Dr. Wolfgang Jäger (V.i.S.d.P.)

Chefredaktion: Karin Rahn; Redaktion: Rainer Jung, Ansgret Loges, Uwe Schmidt, Ernst Schulte-Holtey, Philipp Wolter

E-Mail redaktion-impuls@boeckler.de; Telefon 02 11/77 78-286,

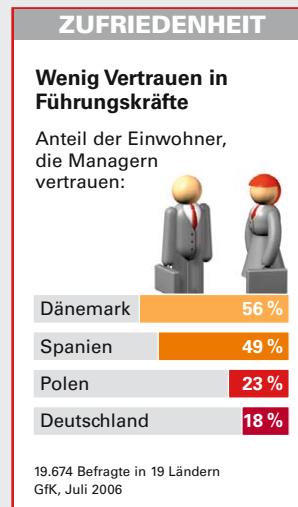
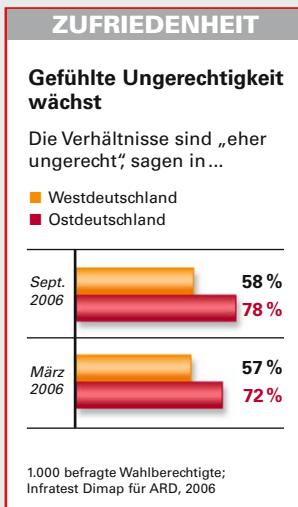
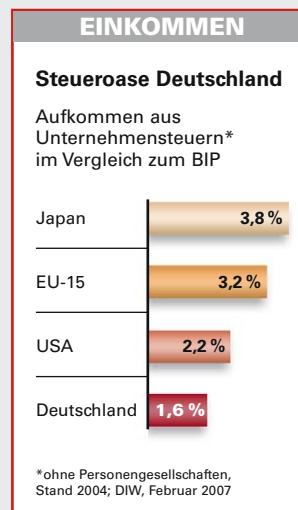
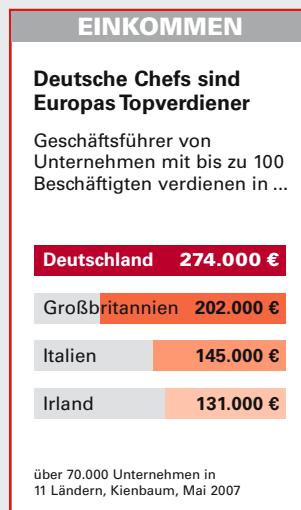
Fax 02 11/77 78-207; Druck und Versand: Setzkasten GmbH, Kreuz-

bergstraße 56, 40489 Düsseldorf

Weiter im Netz: Alle Grafiken zum Download (Nachdruck frei bei Angabe der Quelle), weitergehende Informationen, Links und Quellenangaben unter [www.boecklerimpuls.de](http://www.boecklerimpuls.de)

Setzkasten GmbH, Kreuzbergstraße 56, 40489 Düsseldorf  
Postvertriebsstück, Deutsche Post AG, Entgelt bezahlt, 67528

## TrendTableau



© Hans-Böckler-Stiftung 2007

► **UNTERNEHMEN:** Mischkonzerne sind in der Regel mindestens so profitabel wie Unternehmen, die sich auf ihr Kerngeschäft fokussieren. Eine Studie der Beratungsgesellschaft Boston Consulting Group (BCG) hat die Entwicklung von 200 Unternehmen in den USA, Japan und Europa zwischen 1996 und 2005 analysiert. Mehr als die Hälfte der Mischkonzerne erzielte in

dieser Zeit bessere Ergebnisse als der Marktdurchschnitt. Die Autoren der Studie folgern: „Für die Sinnhaftigkeit der Forderung nach der Zerschlagung von Mischkonzernen gibt es keinen empirischen Beleg“. Dass die Konzentration auf ein Kerngeschäft mehr Wert für Aktionäre schafft, sei ein „Mythos“. BCG, Dezember 2006

► **FUSIONEN:** Wenn sich Unternehmen zusammenschließen, bleiben nicht nur Arbeitsplätze auf der Strecke. Einer Studie der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Ernst & Young zufolge wird bei jeder zweiten Transaktion Kapital vernichtet. Die Wirtschaftsprüfer stützen sich auf eine Analyse von 189 Fusionen und Übernahmen der vergangenen 14 Jahre. Die Un-

ternehmen selbst schätzen etwa jede dritte Transaktion als fehlgeschlagen ein. Im vergangenen Jahr belief sich der Gesamtwert aller Fusionen und Übernahmen mit Beteiligung deutscher Unternehmen auf gut 116 Milliarden Euro. Die Zahl der Unternehmenskäufe und -verkäufe stieg 2005 gegenüber dem Vorjahr um 54 auf 1.488. Ernst & Young, September 2006