

die hohen Erträge zu buchen, die geringe Regulierung und damit die vergleichsweise geringen Verwaltungskosten, der starke finanzielle Anreiz für die Manager, gute Erträge zu erzielen, sowie die niedrigen Markteintrittskosten für neue Firmen, die den Banken starke Konkurrenz machen. Die Fonds tragen zur Diversifizierung der Anlagen bei und stabilisieren so den Gesamtertrag von Portefeuilles. Sie lenken zudem Kapital in riskante Anlagen und Länder, vor denen Banken oft zurückschrecken. Insgesamt fördern sie so den Strukturwandel und das Produktivitätswachstum.

Die Minusseite ist recht lang: Die Risiken sind hoch, ebenso die Gebühren, die Erträge schwanken meist sehr stark und die Liquidität ist für die Anleger meist sehr begrenzt. Sie sind ihren Managern ausgeliefert. Das zeigt sich vor allem, wenn Fonds geschlossen werden müssen und unter dem Strich nicht mehr viel übrig ist. Oft wird auch argumentiert, dass die Manager nur ein Interesse am Ertrag für die Anleger und vor allem für sich selbst haben, nicht aber an den gesellschaftlichen Implikationen ihrer Anlagepolitik. Die Hedgefonds-Branche ist zudem sehr intransparent, so dass sich die Risiken für die Stabilität des Finanzsystems der Welt nur schwer abschätzen lassen, vor allem weil oft in erheblichem Maße mit Fremdkapital gearbeitet wird. Banken, die so genannten Prime Broker, reißen sich oft um Geschäfte mit Hedgefonds, oft ohne deren Risiken richtig einschätzen zu können. Hedgefonds sind meist viel kurzfristiger und damit pro-zyklischer orientiert, als zugegeben wird, weil die Anleger monatliche Ergebnisse sehen wollen und mit Entzug der Mittel drohen, wenn es einige Monate nacheinander zu Verlusten kommt.

In Wirklichkeit gelingen echte »Hedges«, also Erträge unabhängig vom Auf und Ab der Märkte, nur äußerst selten. Trotzdem ist die Branche ein nicht mehr wegzudenkendes Element im Spektrum der Anlageinstrumente, in der Kanalisierung von Ersparnissen in produktive und riskante Anlagen.



Alexandra Krieger*

Brauchen wir Private Equity und Hedgefonds?

»Viele gute Firmen, tolle Produkte, aber schlecht geführte Unternehmen«. Deshalb ist Deutschland für Steven Koltes, Leiter des deutschen Büros des britischen Private Equity Fonds CVC, (laut Börsenzeitung vom 20. September 2006, S. 14), ein »Traumland«. Viele Beschäftigte würden gern auf dieses Lob verzichten: Hohe Verschuldung, Ausplünderung von Unternehmen, Abbau von Arbeitsplätzen – so sehen sie die Bilanz von Private Equity.

Zusammen mit Hedgefonds werden Private-Equity-Fonds als »aktive Investoren« bezeichnet, da sie oft stark in die Geschäftspolitik der von ihnen erworbenen Unternehmen eingreifen. Hinsichtlich ihrer Geschäftsmodelle sind sie aber nur bedingt vergleichbar: Während Hedgefonds nach Arbitragegewinnen aus Kurs- und Preisvolatilitäten suchen, verdient Private Equity (PE) sein Geld mit der Restrukturierung von Unternehmen. Der folgende Beitrag beschränkt sich auf die letztgenannte Gruppe von Investoren und setzt sich kritisch mit ihrem Geschäftsmodell auseinander.

Das Geschäftsmodell von Finanzinvestoren

Private Equity ist Beteiligungskapital, das ein Unternehmen nicht über einen öffentlichen Kapitalmarkt (»public«), sondern außerhalb von Börsen (»private«) aufnimmt. Hierzu gründet ein so genannter Sponsor einen Investmentfonds, der Kapital von institutionellen Anlegern (Versicherungen, Pensionsfonds, vermögenden Privatpersonen) einsammelt. Unter anderem mit diesem Kapital erwirbt der Fonds später Unternehmensbeteiligungen (»Buy Out«).

* Frau Alexandra Krieger ist Leiterin des Referats Wirtschaft I bei der Hans-Böckler-Stiftung, Düsseldorf.

PE-Investoren sind reine Finanzkäufer: Im Unterschied zum klassischen Unternehmenserwerb geht der Fonds keine strategische Beteiligung ein, d.h. er integriert die erworbene Gesellschaft (»Zielgesellschaft«) nicht in den eigenen Unternehmensverbund. Das Geschäftsmodell lautet vielmehr »Buy (Kauf), fix (Restrukturierung), exit (Ausstieg)«: Bereits zum Zeitpunkt des Anteilserwerbs steht fest, dass der Fonds sein Engagement innerhalb von drei bis sieben Jahren wieder beenden wird, entweder durch einen Börsengang, den Verkauf an einen strategischen Investor (»Trade Sale«) oder an einen anderen Finanzinvestor (»Secondary Buy Out«).

PE-Fonds sind auch nicht primär an der Erzielung laufender Gewinne interessiert. Vielmehr versuchen sie, eine Wertsteigerung ihrer Anteile zu generieren, indem sie das erworbene Unternehmen restrukturieren (»fix«). Ein wichtiger Teil der Restrukturierung sind Maßnahmen zur Effizienzsteigerung. Dazu gehören im Wesentlichen Kostensenkungsprogramme, der Verkauf unrentabler Geschäftsfelder und die Erschließung neuer Ertragsquellen, z.B. durch »Fusion« mehrerer Beteiligungen (»Buy and Build-Strategien«).

Typischerweise umfasst die Restrukturierung auch die Besetzung der Unternehmensorgane mit eigenen Vertretern. Vor allem wird die Besetzung von Sitzen in den Aufsichtsgremien angestrebt. Angesichts geringer Hauptversammlungspräsenz gelingt das immer häufiger auch Minderheitsgesellschaftern. Zusätzlich wird das Management über eine Beteiligung am Kapital und Erfolg des erworbenen Unternehmens motiviert, die Restrukturierungsziele der Investoren auf der operativen Steuerungsebene umzusetzen.

Eine der wichtigsten Restrukturierungsmaßnahmen ist die Umfinanzierung der erworbenen Gesellschaft. Anders als der Begriff »Private Equity« suggeriert, finanziert der Fonds den Unternehmenserwerb nur zu einem geringen Teil mit eigenen Mitteln (Kapital seiner Anleger) und mehrheitlich mit Krediten. Denn mit zunehmender Verschuldung steigt auch seine Eigenkapitalrendite, sofern die Rendite des Gesamtkapitals (Eigen- und Fremdkapital) größer ist als der Fremdkapitalzins (Leverage-Effekt). Außerdem sinkt das absolute Verlustrisiko des Investors, je geringer sein Eigenkapitaleinsatz ist. Auf diese Technik, über die Erhöhung der Verschuldung die Rendite des Erwerbers steigern (»lever«, engl.: Hebel), geht die Bezeichnung »Leveraged Buy Outs« für solche Unternehmenskäufe zurück.

Vollzogen wird die Umfinanzierung meist im Rahmen mehrstufiger Erwerbermodelle. Eine vom Fonds neu gegründete Gesellschaft (»NewCo« = »New Company«) nimmt ein Darlehen auf. Mit dem Darlehen und geringen Eigenmitteln des Fonds finanziert die »NewCo« den Kauf der Anteile an der Zielgesellschaft. Anschließend wird die Zielgesellschaft

auf die NewCo verschmolzen, wobei sie als eigenständiges Unternehmen untergeht. Damit hat der Investor sein Ziel erreicht: Das Vermögen der untergegangenen Zielgesellschaft steht nun der NewCo als ihrer Rechtsnachfolgerin zur Verfügung. Die NewCo selbst hat in der Regel nur geringes Vermögen, bringt aber hohe Kaufpreisschulden in die Verschmelzung ein. Den gesamten Prozess bezeichnet man als »Merger Buy Out«, Verschmelzungsverkauf.

Für den Finanzinvestor sind Merger Buy Outs attraktiv, weil

1. Zinsen und Tilgung für die Kaufpreisschulden nun von der ehemaligen Zielgesellschaft (jetzt NewCo) getragen werden;
2. die NewCo ihre Schulden aus der Kaufpreisfinanzierung mit laufenden Erträgen des von ihr übernommenen operativen Geschäftes der übertragenden Zielgesellschaft verrechnen kann;
3. der Verschmelzungsprozess die Kapitalerhaltungsgrundsätze (§§ 57, 71a AktG, § 30 GmbH) nicht verletzt, da die Übertragung der Kaufpreisschulden wegen des Unterganges der Zielgesellschaft keinen Eingriff in ihr gebundenes Vermögen darstellt;
4. das Vermögen der Zielgesellschaft von der NewCo zur Besicherung der Kaufpreisschulden verwendet und
5. rekaptalisiert werden kann.

Rekaptalisierungen (»Recaps«) sind Maßnahmen, mit denen der Investor sich Eigenkapital aus dem Unternehmensvermögen zurückzahlen lässt. Bei *Leveraged Recaps* wird das Unternehmen außerdem umfinanziert, d.h. Eigen- durch Fremdkapital ersetzt. Zum Teil »schafft« der Fonds das ausgeschüttete Eigenkapital durch Heben stiller Reserven erst, indem die NewCo die Buchwerte der im Zuge der Verschmelzung auf sie übertragenen Aktiva der Zielgesellschaft auf höhere Werte aufstockt.

Folgen für das Unternehmen und seine Stakeholder

Problematisch sind die von einer hohen Verschuldung ausgehenden Fehlanreize: Da die Investoren überproportional am Erfolg einer risikoreichen Strategie partizipieren, aufgrund ihres geringen Kapitaleinsatzes aber nur unterproportional für Verluste haften, werden sie (bzw. die in ihrem Auftrag handelnden Manager) eines hoch verschuldeten Unternehmens zu riskanten Strategien motiviert (»Gambling«). Dieses Verhalten wirkt faktisch wie Verträge zu Lasten Dritter, wie im Folgenden noch deutlich werden wird.

Die hohe Verschuldung kann die Existenz der NewCo durch Zahlungsunfähigkeit und Überschuldung zerstören. Zwar werden durch eine Insolvenz per se noch keine Werte vernichtet, sondern nur Eigentumsrechte neu verteilt. Das heißt,

die Gläubiger haben die Option, die Kontrolle zu übernehmen, wenn das Unternehmen seinen Kapitaldienst nicht mehr leistet (z.B. durch einen Debt to Equity Swap, Tausch von Forderungstiteln gegen Gesellschaftsanteile).

Tatsächlich erleiden Insolvenzbeteiligte aber oft erhebliche Verluste, dadurch dass das realisierbare Vermögen des Unternehmens in der Regel geringer ist als die offenen Forderungen. Hinzu kommt, dass sie sich – je nach Verhandlungsposition gegenüber dem Unternehmen bei Vertragsabschluss – gegen den nachträglichen Wertverlust ihrer Ansprüche durch Recaps nur begrenzt schützen können (Beispiel: Zulieferer).

Eigentlich kritisch sind Recaps, wenn der Investor dem Unternehmen Vermögen entzieht, bevor andere Stakeholder ihre Ansprüche sichern können (»Cash-in and Run«). Diese Gefahr ist aktuell besonders virulent, da immer mehr anlagebereites Kapital auf eine sinkende Zahl attraktiver Kaufobjekte trifft und die Kaufpreise steigen. Realisiert der Investor später, dass er, gemessen an dem wahren Wertsteigerungspotential des Unternehmens, einen zu hohen Kaufpreis bezahlt hat, wird er versucht sein, eigene Ansprüche doch noch zu sichern, sein Eigenkapital also abzuziehen.

An dieser Stelle wird häufig eingewandt, dass Investoren kein Interesse daran haben können, Unternehmen auszuplündern. Sie würden sich nur selbst schädigen, weil sich anschließend kein Käufer für die vermögenslosen Hinterlassenschaften fände.

Das gilt allerdings nicht für Fälle, in denen der Fonds durch Recaps zum Zeitpunkt des Exits seine Zielrendite bereits realisiert hat. Dann ist er auf den Veräußerungserlös nicht mehr angewiesen. Ende 2001 erwarben Permira, Goldman Sachs und Schroder Ventures die ehemalige Henkel-Chemie für 1,325 Mrd. €. Den Kaufpreis finanzierten sie mit 450 Mill. € eigenem Kapital und Bankkrediten in Höhe von 875 Mill. €, die sie später auf das Unternehmen, heute Cognis, übertrugen. Zweieinhalb Jahre nach dem Kauf wurden 320 Mil. € aus dem Vermögen von Cognis an die Anteilseigner ausgeschüttet; Anfang 2005 nahm Cognis nochmals 530 Mill. € Anleiheschulden auf, und auch diese Mittel flossen an die Investoren. Innerhalb von vier Jahren hatten die Investoren knapp das Doppelte ihres Eigenkapitaleinsatzes zurück gewonnen, ohne Gesellschaftsanteile zu verkaufen (Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 20. April 2005).

In der Praxis wird der Investor allerdings darauf achten, der Gesellschaft nur gerade soviel Vermögen zu entziehen, dass ihr noch ausreichende Mittel zur Erfüllung ihrer Verbindlichkeiten zur Verfügung stehen, um einen rechtswidrigen, existenzvernichtenden Eingriff in das Gesellschaftsvermögen zu vermeiden.

Neben der *Verwendung* des Cashflow spielt für die Frage, welchen Beitrag PE für die Unternehmen leistet, auch die Entstehung des rekapitalisierten Eigenkapitals eine Rolle. Quantifizieren lassen sich die von Arbeitnehmern (Personalabbau), Lieferanten (Preiszugeständnisse) und Fiskus (Steuerabzug von Finanzierungszinsen) geleisteten Restrukturierungsbeiträge. Schwer zu belegen ist dagegen der oft von PE behauptete strategische Beitrag zur Wertschöpfung. Zweifel dürfen erlaubt sein, wenn selbst der Managing Partner von KKR, Johannes Huth, Investoren auf einem Branchentreffen (8. Deutscher Eigenkapitaltag des BVK e.V., April 2006) daran erinnerte, über die Änderung der Finanzarchitektur hinausgehenden unternehmerischen Mehrwert zu leisten.

Ein im Vergleich zu anderen Gläubigern noch verschärftes Risiko tragen die Beschäftigten des Zielunternehmens. Wie die übrigen Gläubiger werden sie in diesem System nur als Partner mit kündbaren Verträgen angesehen. Geschützt sind dementsprechend nur entstandene Lohnansprüche, nicht jedoch die Arbeitsplätze selbst. In einem prekären Arbeitsmarkt kommt das für viele Arbeitnehmer ohne Aussicht auf Anschlussbeschäftigung einem wirtschaftlichen Totalverlust ihres Humanvermögens gleich.

Regulierungsansätze in der Diskussion

Beim Leveraged Recap werden Dividenden an Finanzinvestoren mit neuen Schulden finanziert. Das heißt der Investor kann zu Lasten anderer am Unternehmen beteiligter Stakeholder Restrukturierungsgewinne privatisieren und die Risiken des Erwerbs im Unternehmen konzentrieren.

Für die Beschäftigten ist das Missverhältnis zwischen Chancen und Risiken besonders groß: Arbeitnehmer erbringen über Personalkosteneinsparungen und Mehrarbeit wesentliche Beiträge zu den später an die Investoren ausgeschütteten Gewinnen. Aufgrund ihrer fixen Entlohnungsansprüche partizipieren sie aber nicht am Erfolg der Strategie, sondern tragen im Gegenteil noch ein erhöhtes Risiko durch Arbeitsplatzverlust.

Betroffene, Politik und Öffentlichkeit fordern auch deshalb, die PE-Branche zu regulieren. Die Vorschläge reichen von mehr Transparenz und Überwachung (BaFin, EZB) bis zu materiellen Beschränkungen, wie einer begrenzten Abzugsfähigkeit von Zinsaufwendungen und der Besteuerung von Veräußerungsgewinnen.

Viele Beschäftigte und ihre Interessenvertretungen haben inzwischen akzeptiert, dass sie den Unternehmensverkauf als solchen nicht verhindern können. Erfolgreiche Unternehmensfortführungen unter Mithilfe eines PE-Investors haben darüber hinaus auch ein Bewusstsein dafür geschaffen, dass

nicht entscheidend ist, ob das Unternehmen verkauft wird, sondern was der Investor anschließend mit dem Unternehmen tut.

Da die Beschäftigten aber regelmäßig am stärksten von einer Restrukturierung betroffen sind, ohne sie der Unternehmensumbau aber nicht vollzogen werden kann, ist es legitim, für sie hier stärkere Mitentscheidungsrechte zu fordern. Angesprochen sind vor allem die betriebliche und die Unternehmensmitbestimmung. Einflussmöglichkeiten brächte z.B. ein gesetzlicher Mindestkatalog zustimmungsbedürftiger Geschäfte, der in Abhängigkeit von der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage Rekapitalisierungen von der Zustimmung auch der Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat abhängig machte.

Fazit und Ausblick

Private Equity ist vor allem für den Mittelstand eine wichtige Ergänzung zum Bankkredit. Insbesondere wo die Fonds über finanzielle Beiträge hinaus *strategisches Kapital* (Finanzierungswissen, Branchen-Know-how, professionelle Controllinginstrumente) einbringen, leisten sie einen Beitrag zur Rettung von Arbeitsplätzen. Der Spielzeughersteller Märklin und der Sender ProSieben Sat 1 sind zwei Beispiele hierfür. 2002 fusionierte der schwedische Investor EQT das niedersächsische Familienunternehmen Dragoco und die Bayer-Tochter Haarmann & Reimer, beides Duft- und Geschmacksstoffhersteller, zu Symrise. Symrise zählt heute zu den Branchenführern.

Trotzdem sind übertriebene Hoffnungen insofern zu dämpfen, als PE nur Unternehmen mit Wertsteigerungspotential erhalten. Damit kommt es für die große Gruppe unterfinanzierter Klein- und Kleinstbetrieben nicht infrage.

Wichtigstes Ziel von Regulierung sollte es sein, die mit den Fehlanreizen einer hohen Verschuldung verbundenen Risiken für das Unternehmen zu begrenzen. Hierzu muss der Aufsichtsrat schon vorhandene Regulierungsmöglichkeiten nutzen. Konkret fällt ihm die schwierige Aufgabe zu, Leveraged Recap-Strategien auf ihre Vereinbarkeit mit dem Unternehmenswohl hin zu prüfen (Verletzung der Eigenkapitalerhaltungsvorschriften, Existenzvernichtungsverbot).

In die richtige Richtung geht auch das Bestreben der Bundesregierung, mit dem geplanten Umbau des UBGG zu einem Private-Equity-Gesetz »die positiven Wirkungen des Private-Equity-Marktes (...) für Start-up-Firmen und mittelständische Unternehmen zu verstärken« (Barbara Hendricks, Parlamentarische Staatssekretärin). Hier besteht die Chance, über den Erhalt bestehender Arbeitsplätze hinaus neue zu schaffen.

Unabhängig davon, für welche Form der Regulierung sich die Bundesregierung entscheiden wird: Sie ist ein Eingriff in das Eigentumsrecht der Investoren und wird daher oft schnell mit dem Argument abgewehrt, dass diese Deutschland dann meiden werden.

Dieser Eingriff wird aber abzuwägen sein gegen die ebenfalls im GG geschützte Sozialbindung des Eigentums. Und schließlich ist noch nicht ausgemacht, wie die Fonds tatsächlich reagieren werden. Denn angesichts einer weltweit begrenzten Anzahl attraktiver Unternehmen, von Recap zu Recap abnehmender Chancen auf Restrukturierungsgewinne und der Vorzüge des hiesigen Standortes – Rechtssicherheit, Infrastruktur, Qualifikation der Beschäftigten und geordnete Arbeitsbeziehungen – bleibt Deutschland ein »Traumland« für Investoren.