

*Lothar Kamp / Alexandra Krieger*

***Die Aktivitäten von Finanzinvestoren in Deutschland***

**Hintergründe und Orientierungen**

Hans-Böckler-Stiftung

Juli 2005

## Inhaltsverzeichnis

1.	Vorwort .....	4
2.	Finanzinvestoren auf dem Weg nach Deutschland .....	9
2.1.	Die Unternehmensfinanzierung im Wandel .....	9
2.2.	Internationale Finanzinvestoren entdecken den deutschen Markt.....	10
2.3.	Günstige Rahmenbedingungen für Finanzinvestoren.....	14
2.4.	Große Käufe deutscher Unternehmen durch Finanzinvestoren.....	16
3.	Die Investoren .....	20
3.1.	Beteiligungsgesellschaften .....	21
3.2.	Hedge-Fonds .....	27
3.3.	Real Estate Investment Trusts (REITs) .....	37
4.	Die Investitionsstrategien .....	41
5.	Fallbeispiele .....	44
5.1.	A.T.U. – Autoteile Unger – Geschäftsausweitung, Schaffung neuer Arbeitsplätze, hohe Verschuldung .....	44
5.2.	Wincor Nixdorf – Neue Arbeitsplätze, erfolgreicher Börsengang, Abbau der hohen Verschuldung .....	45
5.3.	Celanese – Schaffung eines Großkonzerns, Stärkung des Kerngeschäfts .....	45
5.4.	Symrise – Schöpfung eines Weltmarktunternehmens .....	46
5.5.	Viterra – Größte Transaktion bisher, hoher Kaufpreis, extremes Risiko .....	47
5.6.	MTU Air Engines – Erfolgreicher Börsengang, hohe Verschuldung, unsichere Zukunft .....	48
5.7.	Grohe – Internationalisierung, umfangreicher Stellenabbau, hohe Verschuldung .....	50
5.8.	Sirona – Wachsende Verschuldung durch dreimaligen Verkauf.....	52
5.9.	Bundesdruckerei – Ruin eines vormals öffentlichen Unternehmens .....	52
5.10.	IWKA –Konzentration auf das Kerngeschäft um jeden Preis.....	53
5.11.	Deutsche Börse AG – Management scheitert an Hedge-Fonds .....	54
6.	Standpunkte .....	57
6.1.	These: Finanzinvestoren fördern den Strukturwandel in Deutschland .....	57
6.2.	These: Beteiligungsunternehmen schaffen erfolgreiche Unternehmen .....	58
6.3.	These: Beteiligungsfirmen stellen dem Mittelstand fehlendes Eigenkapital zur Verfügung.....	61

6.4.	These: Finanzinvestoren verbessern das deutsche Corporate Governance-System .....	62
6.5.	These: Hedge-Fonds üben aufgrund ihrer tendenziell gegen die Marktbewegung gerichteten Anlagestrategie eine stabilisierende Wirkung auf die Finanzmärkte aus .....	63
7.	Ausblick .....	65
8.	Marktregulierung .....	70
8.1.	Allgemeine Entwicklungen.....	70
8.2.	Regulierungsforderungen zur Eingrenzung der Risiken von Hedge-Fonds .....	72
9.	Schlusswort .....	80
10.	Glossar .....	82

# 1. Vorwort

Debatten um die Rolle des Finanzkapitals in unserer Gesellschaft gab es in der Geschichte häufig. Meist ging es dabei nicht nur um rein ökonomische Probleme. Die Auseinandersetzungen berührten vielmehr grundsätzliche Fragen der Wirtschaftsordnung und der ethischen Bewertung von Finanzierungsgeschäften. Deshalb wurden sie oft sehr emotional geführt. Das mag außerdem daran liegen, dass der Finanzsektor vielen Menschen aufgrund seiner Abstraktheit fremd und bedrohlich erscheint und Kapitalbesitz häufig mit Macht und Einfluss assoziiert wird. Vor diesem Hintergrund ist es verständlich, dass der energische und bisher ungebremsste Eintritt internationaler Finanzinvestoren in den deutschen Markt zu heftigen Diskussionen geführt hat.

## Kapitalismus und Heuschrecken

Franz Müntefering, Vorsitzender der SPD und deren Fraktionschef im Deutschen Bundestag, stieß im April 2005 eine Auseinandersetzung um die Praktiken des modernen Kapitalismus´ an, die große Resonanz fand. Er verglich ausländische Investoren mit Heuschrecken. In einem Interview mit Bild am Sonntag sagte er: „Sie (die Finanzinvestoren, d. A.) bleiben anonym, haben kein Gesicht, fallen wie Heuschreckenschwärme über Unternehmen her, grasen sie ab und ziehen weiter. Gegen diese Form des Kapitalismus´ kämpfen wir“.<sup>1</sup> Das verwendete Bild, das auch die Industriegewerkschaft Metall in ihrer Zeitschrift metall aufgriff, löste im In- und Ausland heftige Kritik aus.<sup>2</sup>

Das Thema Finanzinvestoren hat das Potenzial, Reaktionen auszulösen, bei denen tief im kollektiven Bewusstsein von Deutschen aber auch Ausländern verankerte Bewertungen aktiviert werden, die mit der deutschen Geschichte zusammenhängen. Die historisch unreflektierte Verwendung bestimmter Bilder und Vergleiche kann problematische Diskussionen und Handlungsketten anstoßen, die für rationale Lösungen wenig hilfreich sind und von den eigentlichen Fragen ablenken. Es reicht daher nicht, das Thema Finanzinvestoren rein ökonomisch zu diskutieren. Die in der Debatte außerdem mitschwingenden Wahrnehmungen und Empfindungen müssen ebenfalls beachtet werden. Wir wollen diesem Aspekt in der vorliegenden Broschüre allerdings nicht weiter nachgehen und uns auf die *ökonomische* Auseinandersetzung mit dem Thema beschränken.

Insbesondere spektakuläre Aktionen von Hedge-Fonds hatten die Auseinandersetzung angeheizt. Entwicklungen wie bei der Deutsche Börse AG und IWKA, wo sie erstmals in Deutschland in größeren Unternehmen den Rücktritt von Vorständen und Aufsichtsratsmitgliedern erzwangen, oder bei Grohe, Hersteller von Sanitäranlagen, wo nach dem Einstieg mehrerer Finanzinvestoren große Teile der Belegschaft entlassen werden sollen, schaffen eine konkrete Verbindung zu den häufig sehr abstrakten Wirkungsketten des modernen Kapitalismus´ und erzeugen in der Gesellschaft neue Ängste. So geriet die Diskussion zur Grundsatzfrage über „guten“ und „schlechten“ Kapitalismus.

---

<sup>1</sup> Zit. nach Der Spiegel vom 09.05.2005, S. 190.

<sup>2</sup> Vgl. Handelsblatt vom 13.-15.05.2005, S. 9; vgl. auch Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 21.05.2005, S. 9; The Economist May 7th 2005, S. 65 ff.

Mit der Auseinandersetzung um Perspektiven und Gestalt des modernen Kapitalismus<sup>3</sup> ist ins allgemeine Bewusstsein getreten, dass Deutschland in einer globalisierten Wirtschaft die Ruhe des rheinischen Kapitalismus´ hinter sich gelassen hat und unmittelbar in den Blick großer internationaler Wirtschaftsakteure gerückt ist. Sie werden die deutsche Wirtschaft stark verändern.

Bis vor kurzem ist die Legitimität der Geschäftspolitik von Finanzinvestoren wie Hedge-Fonds und Beteiligungsfirmen in der deutschen Öffentlichkeit kaum diskutiert worden. Jetzt hat sich die Debatte auf Fragen konzentriert, ob ausländische Investoren erfolgreiche deutsche Unternehmen zerstören und damit Arbeitsplätze vernichten und ob ihre Aktivitäten daher reguliert werden müssten.

### **Finanzmärkte heben sich von Realgütermärkten ab und verschärfen Risiken der Weltwirtschaft**

Im Rahmen dieser Diskussion sind wirtschaftliche Akteure in den Fokus der Betrachtung geraten, die sich in den letzten Jahren relativ unbeobachtet entwickelt haben und neben den traditionellen Marktteilnehmern, wie Unternehmern, Managern und Bankern eine wesentliche Rolle in den Wirtschaftsabläufen spielen.

Die Aktivitäten von Finanzinvestoren haben in der Entwicklung des Kapitalismus´ eine lange Vorgeschichte. Schon vor 140 Jahren schrieb Karl Marx:

„Mit dem Wachstum des stofflichen Reichtums wächst die Klasse der Geldkapitalisten; es vermehrt sich einerseits die Zahl und der Reichtum der sich zurückziehenden Kapitalisten, der Rentiers; und zweitens wird die Entwicklung des Kreditsystems gefördert und damit die Zahl der Bankiers, Geldverleiher, Finanziers etc. vermehrt. – Mit der Entwicklung des disponiblen Geldkapitals entwickelt sich die Masse der zinstragenden Papiere, (...) damit zugleich die Nachfrage nach disponiblen Geldkapital, indem die Jobbers, die in diesen Papieren Spekulationsgeschäfte machen, eine Hauptrolle im Geldmarkt spielen. (...) Mit der Entwicklung des Kreditwesens werden große konzentrierte Geldmärkte geschaffen. (...) Die Bankiers stellen dem Gelichter dieser Händler das Geldkapital des Publikums massenhaft zur Verfügung, und so wächst diese Brut von Spielern“.<sup>4</sup>

Obwohl sich der Kapitalismus seit Karl Marx erheblich weiterentwickelt hat, ist das Zitat verblüffend aktuell. Die Globalisierung der Wirtschaft hat ein damals ungeahntes Niveau erreicht. Wichtige Handlungs- und Entscheidungszentren der Wirtschaft haben sich von der Produktion realer Güter und Dienstleistungen weit entfernt. Inzwischen sind neben die Banken als klassische Steuerungszentren von Finanzströmen Aktien- und Investment-, Pensions- und Hedge-Fonds sowie Beteiligungsgesellschaften getreten, die die Kapitalmärkte gleichermaßen beherrschen und über diesen Transmissionsriemen großen Einfluss auf die Gütermärkte ausüben.

Ulrich Menzel schrieb 1993 in der Frankfurter Rundschau über die Gruppe der Analysten, Investmentbanker und Hedge-Fonds-Manager:

„Das Betriebsergebnis (oder auch der Verlust) wird nicht durch den Bau und Verkauf von Autos, sondern durch spekulative Gewinne, die aus den Finanzmanipulationen resultieren, erzielt. Gehandelt wird nicht mit Fass Öl, Baumwollballen und gefrorenen Schweinehälften, sondern mit Optionen auf Öl, Baumwolle und Schweinehälften. So kann eine Tonne Kupferdraht hundertmal verkauft und doch nur ein einziges Mal tatsächlich transferiert werden. (...) Das Kredit-, Währungs- und Termingeschäft ist also nicht mehr Schmiermittel der Warenwirtschaft, um ein größeres Maß an Kalkulierbarkeit zu gewährleisten, es hat sich vielmehr weitgehend abgelöst und führt ein spekulatives Eigendasein. In dieser Bildschirmwelt werden täglich viele Milliarden umgesetzt, ohne dass etwas wirklich geschieht und

---

<sup>3</sup> Systemdebatten mit ähnlichen Akzenten wie in Deutschland finden derzeit auch in Japan und Frankreich statt; vgl. auch Handelsblatt vom 17.05.2005, S. 7.

<sup>4</sup> Vgl. Karl Marx, Das Kapital – Kritik der politischen Ökonomie, 1969 Berlin (Ost), Dritter Band, S. 527 f.

doch hat es wirkliche Konsequenzen. Der Ertrag der Baumwollernte eines amerikanischen Bauern hängt nicht mehr ab von seiner Arbeitsleistung, der Fruchtbarkeit des Bodens, der Qualität des Produkts, sondern von den Preismanipulationen an den Warenterminbörsen“.<sup>5</sup>

### **Gefahren durch Hedge-Fonds und spekulative Finanzierungsinstrumente**

Besonders kritisch werden zurzeit Hedge-Fonds gesehen. Sie sammeln große Kapitalsummen an, um damit, ohne öffentliche Transparenz und Kontrolle, Finanz- und Kapitalmärkte zu beeinflussen und ihren Kapitalgebern auf diese Weise hohen Profit zu verschaffen. Ihre Mittel sind in den letzten zehn Jahren beträchtlich gewachsen – und damit auch ihre Macht.

Währenddessen haben die Marktwirtschaften auf eine Regulierung dieser Akteure fast vollständig verzichtet. Inzwischen ist eine Schwelle erreicht, bei der nicht nur Politikern, sondern auch Vertretern der Finanzszene die hohen Risiken ins Bewusstsein treten, die mit der Tätigkeit der Finanzinvestoren entstanden sind.

Die Instrumente von Hedge-Fonds werden immer vielfältiger und abstrakter, und ihre Wirkungen sind selbst für Fachleute nicht mehr vollkommen durchschaubar. Neben Aktien werden heute in großem Stil Derivate gehandelt, die quasi Wetten auf Kursentwicklungen von Wertpapieren, Rohstoffen oder Währungen sind.

Viele dieser Anlagestrategien werden kreditfinanziert und können hohe Gewinne, aber auch entsprechende Verluste erzeugen. Neben dem Anreiz, mit Hilfe von Derivaten durch relativ geringen Eigenmitteleinsatz über den so genannten Hebel- bzw. Leverage-Effekt hohe Gewinne zu erzielen, dienen Derivate auch zur Versicherung gegen Wechselkursschwankungen, gegen Preissprünge bei Waren oder gegen Kursschwankungen bei Wertpapieren. Diese Strategien beeinflussen Aktien-, Rohstoff- und Währungskurse und wirken so auf die Realwirtschaft ein, bis hin zum einzelnen Unternehmen.

So hat sich im Zuge der Entwicklung des Kapitalismus´ neben der Produktion materieller Güter eine immaterielle, finanzwirtschaftliche Ebene herausgebildet. Sie schafft neue (Kapitalmarkt-)Produkte, aber auch Unwägbarkeiten, durch die güterwirtschaftliche Risiken potenziert werden können.

Die ersten Anzeichen dafür sind bereits Geschichte. 1992 musste Großbritannien aus dem Europäischen Währungssystem (EWS) austreten. Hedge-Fonds hatten gegen die britische Währung gewettet, nachdem das Fondsmanagement festgestellt hatte, dass das britische Pfund gemessen an den wirtschaftlichen Daten Großbritanniens überbewertet war und durch Stützungskäufe der Notenbank künstlich auf seinem Niveau gehalten wurde. Daraufhin ließ sich der Quantum Fund zehn Mrd. britische Pfund und verkaufte sie am Devisenmarkt. Wegen des großen Devisenangebots brach der Kurs der Währung stark ein, der Soros-Fond konnte die Währung billig zurückkaufen und erzielte durch die Transaktion einen Gewinn von einer Mrd. britischen Pfund.

1998 geriet der von Ökonomie-Nobelpreisträgern gegründete Hedge-Fonds Long Term Capital Management (LTCM) in eine Schieflage und löste eine Krise an den internationalen Finanzmärkten aus. LTCM hatte im großen Stil mit kreditfinanzierter Kapitalanlage spekuliert und konnte infolge einer unerwarteten Marktentwicklung diese Mittel nicht wie geplant zurückführen. Der Fonds wurde zahlungsunfähig. Nur eine gemeinsame Aktion großer Privatbanken unter Vermittlung mehrerer Notenban-

---

<sup>5</sup> Vgl. Ulrich Menzel, Virtuelle Transfers ersetzen reale Beziehungen, in: Frankfurter Rundschau vom 14.06.1993.

ken konnte die drohenden negativen Folgen für die internationalen Finanzmärkte abwenden.<sup>6</sup>

Hedge-Fonds operieren heute immer noch ohne nennenswerte regulatorische Beschränkung. Im Unterschied zu klassischen Publikumsfonds sind Leerverkäufe – Spekulationsgeschäfte mit geliehenen Wertpapieren – und kreditfinanzierte Anlagen praktisch ohne Einschränkungen zulässig. Angesichts der hohen Risiken, die diese Finanzinvestoren inzwischen für Unternehmen, Länder und die Weltwirtschaft bergen, stellt sich die Frage, warum die Staaten noch nicht regulierend eingegriffen haben. Offensichtlich spielt der Glaube an die Selbstheilungskräfte der Märkte dabei eine große Rolle.

### **Wettbewerb unterschiedlicher Finanzsysteme**

Durch die Globalisierung der Finanzmärkte haben nationale Grenzen für die Aktivitäten von Investoren längst an Bedeutung verloren. Dadurch konkurriert mittlerweile internationales Kapital um die besten Anlagemöglichkeiten weltweit.

Zum Verständnis dieser Zusammenhänge ist ein Vergleich zwischen dem kontinentaleuropäischen, bankorientierten Finanzierungsmodell und dem kapitalmarktorientierten System angelsächsischer Prägung lohnend.<sup>7</sup> Während europäische Unternehmen ihre Investitionen bisher vor allem über Bankkredite finanziert haben, emittieren Gesellschaften im angelsächsischen Raum hierzu Aktien und Anleihen, d. h. beschaffen sich Kapital hauptsächlich über den Kapitalmarkt. Während dem kontinentaleuropäischen System ein tendenziell größeres Beharrungsvermögen und eine gewisse Schwerfälligkeit nachgesagt werden, gilt das amerikanische System als risikofreudiger und beweglicher.

Im Augenblick scheint der amerikanische Weg das kontinentaleuropäische System zurückzudrängen. Die eigentliche Auseinandersetzung steht aber noch aus. Mag das europäische System zu wenig risikoorientiert sein, so akkumuliert das angloamerikanische demgegenüber im Zeitablauf hohe Risiken und scheint damit seinerseits nicht ungebremst fortsetzbar zu sein.

Daneben vertreten Kapitalmarktexperten aber auch die These, keines dieser beiden idealtypischen Finanzierungsmodelle sei generell über- oder unterlegen. Vielmehr sei die Vorteilhaftigkeit eines Systems situationsbedingt unterschiedlich: Während kapitalmarktorientierte Modelle tendenziell besser geeignet seien, junge Unternehmen mit hohem Wachstumspotenzial zu finanzieren, läge die Stärke des kontinentaleuropäischen Systems in der langfristigen Finanzierung und der Kontrolle von bereits etablierten Unternehmen in reifen Branchen. Entscheidend seien die Vollständigkeit und die Anpassungsfähigkeit eines Finanzsystems, so dass die Zukunft solchen Finanzplätzen gehöre, die die Weiterentwicklung *sowohl* des Bankensektors *als auch* des Kapitalmarktes fördere.<sup>8</sup>

### **Zu dieser Veröffentlichung**

Neben den bereits erwähnten Aspekten krankte die jüngste Diskussion um Finanzinvestoren an mangelnder Differenziertheit und Pauschalkritik. Wir möchten mit dieser Broschüre dazu beitragen, die Aktivitäten an den Finanz- und Kapitalmärkten trans-

---

<sup>6</sup> Vgl. Frankfurter Rundschau vom 13.05.2005, S. 25.

<sup>7</sup> Vgl. Rudolf, Stefan; in: Habersack/Mülbert/Schlitt (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 2005, § 1, Rz. 1 f.

<sup>8</sup> Vgl. Rudolf, Stefan; in: Habersack/Mülbert/Schlitt (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 2005, § 1, Rz. 3 f.

parenter und verständlicher zu machen. Damit wollen wir einen Beitrag leisten zu einer Versachlichung der Diskussion und dem Leser helfen, eigene Positionen zu entwickeln. Hierzu haben wir Fakten aufbereitet und die herrschenden Meinungen und häufig vertretenen Positionen einander gegenübergestellt.

Ein besonderes Augenmerk richten wir auf die Strategien der eher kurzfristig agierenden Hedge-Fonds und auf die Praktiken von Beteiligungs- bzw. Private-Equity-Gesellschaften mit eher mittelfristig ausgerichteter Anlagepolitik.

Beteiligungsfirmen kaufen Unternehmen oder Geschäftssparten, strukturieren sie um und verkaufen sie – möglichst mit Gewinn – weiter. Unter ihnen gibt es solche, die Arbeitsplätze geschaffen und andere, die Arbeitsplätze in Deutschland vernichtet haben. Wir greifen konkrete Fälle auf und versuchen, Hintergründe und Ursachen der jeweiligen Entwicklung aufzuzeigen.

Diese Broschüre bleibt insoweit unvollendet, als die Diskussion um die Wirkungen von Finanzinvestoren in Deutschland noch ganz am Anfang steht und vieles erst untersucht werden muss. Diesen Prozess wollen wir mit Analysen und Bewertungen begleiten. Daher haben wir parallel zu dieser Broschüre zu zentralen Themen wie der Wirkungsweise von Finanzinvestoren auf die Beschäftigung und eine Marktübersicht über die Aktivitäten von Hedge-Fonds Einzeluntersuchungen angestoßen. Die Ergebnisse werden wir bald zur Verfügung stellen und damit diese Informationsschrift laufend aktualisieren.

## **2. Finanzinvestoren auf dem Weg nach Deutschland**

### **2.1. Die Unternehmensfinanzierung im Wandel**

Traditionell haben deutsche Unternehmen ihre Aktivitäten bisher hauptsächlich über Bankkredite finanziert – im Unterschied zu angloamerikanischen Ländern, in denen diese Finanzierungsform eine untergeordnete Rolle spielt und sich die Unternehmensfinanzierung stärker auf Eigenkapital stützt.

Ursächlich für die Entwicklung in Deutschland ist u. a. die stark von mittelständischen Gesellschaften geprägte Unternehmenslandschaft. Da deren Zugang zum Kapitalmarkt beschränkt ist, Kredite im Vergleich zu Eigenkapital relativ günstig waren und die Geldaufnahme anders als die Mittelbeschaffung am Kapitalmarkt nur geringe Anforderungen an Transparenz und Kontrolle gestellt hat, haben gerade Mittelständler diese Finanzierungsform bevorzugt.

Basel II, die neue Eigenkapitalvereinbarung für Finanzdienstleistungsinstitute, wird diese enge Hausbankbeziehung aufbrechen. Sie zwingt die Kreditinstitute, jeden einzelnen Kredit nach seinem individuellen Risiko einzuschätzen und ihre Preispolitik danach auszurichten. Bankkredite mit hohem Risiko werden künftig nur noch Unternehmen mit erstklassiger Bonität erhalten. Insgesamt wird die Bedeutung von Banken und Sparkassen als Direktfinanziers für die breite Masse des Mittelstands schwinden.

Zusätzlicher Finanzierungsdruck baut sich für die Unternehmen dadurch auf, dass der hohe Investitionsbedarf für Informations- und Kommunikationstechnologien ihre Finanzkraft und Liquidität in der Zukunft stark beanspruchen wird.

Die betroffenen Unternehmen sind daher auf der Suche nach neuen Wegen zur Stärkung ihrer Kapitalbasis. Eine Möglichkeit ist die Inanspruchnahme von alternativen Finanzierungsformen, wie z. B. dem mezzaninen Kapital. Unter dieser Anlagekategorie werden verschiedene Kapitalmarktinstrumente (z. B. Genussscheine, Wandel- und Optionsanleihen) zusammengefasst, die je nach Ausstattung eher Eigen- oder eher Fremdkapitalcharakter haben.

Aber auch das Kreditgeschäft selbst hat sich in der jüngeren Vergangenheit erheblich verändert. Haben Banken Kredite bis vor kurzem noch bis zur Endfälligkeit in ihren Büchern gehalten, gehen sie nun verstärkt dazu über, Kreditrisiken zu verbrieften, am Kapitalmarkt zu platzieren und die Risiken über derivative Instrumente abzuschern. Dadurch verschwimmen die Grenzen zwischen Kredit- und Kapitalmarkttransaktionen, und das klassische Kreditgeschäft wandelt sich zum Investmentbanking.

Kapitalmarktexperten loben in diesem Zusammenhang, dieser Wandel Sorge für eine effiziente Allokation von Ressourcen: Zum einen werde Kapital schnell und gezielt in rentable Verwendungen gelenkt, zum anderen reduziert sich die Konzentration von Kreditrisiken in den Portfolios einer begrenzten Zahl von Banken, dadurch dass sie diese an den Kapitalmarkt an eine Vielzahl von Anlegern weiterreichen.

Eine Schlüsselrolle für den Zugang zu den Kapitalmärkten spielen Rating-Agenturen. Voraussetzung für eine Finanzierung über den Kapitalmarkt ist in der Regel ein externes Unternehmens- oder Emissionsrating, mit dem die Agenturen die Kreditwürdigkeit von Unternehmen und die Sicherheit von Finanzanlagen beurteilen. Eine schlechte Rating-Note verteuert Kredite, wie die Auseinandersetzung um die Unternehmensanleihen von General Motors und Ford gezeigt haben, die auf den Status

von Junk Bonds („Ramschanleihen“) zurückgestuft wurden.<sup>9</sup> Mit ihrem Urteil beeinflussen Rating-Agenturen das Kredit- und Kapitalmarktgeschäft erheblich.

Im Zuge dieser Entwicklungen sind bis dahin unbekannte Anlageformen entstanden. Collateralized Debt Obligations (CDO) beispielsweise bündeln Bankkredite und wandeln sie in handelbare Wertpapiere um. Daneben wurden Credit Default Swaps (CDS) entwickelt, eine Art standardisierte und dadurch am Kapitalmarkt handelbare Kreditversicherung. Zu den umstrittensten Anlegern in diesem Segment zählen Hedge-Fonds. Sie investieren häufig gerade in Hochzinsanleihen, in denen Banken den risikoreichen Teil ihrer Kreditforderungen verbriefen.<sup>10</sup>

Dabei gibt der Sicherungsverkäufer dem Sicherungskäufer die Zusage, Ausgleichszahlungen in Höhe eines ggf. eintretenden Verlustes zu übernehmen, wenn bestimmte, vorher festgelegte Ereignisse eintreten. Im Gegenzug zahlt der Sicherungsnehmer dem Sicherungsgeber eine Prämie. Ein CDS funktioniert also wie eine Kreditversicherung. Gläubiger kaufen sich Versicherungsschutz für den Fall, dass der Schuldner zahlungsunfähig wird. Da CDS standardisiert sind, können sie auch am Kapitalmarkt gehandelt werden.

Aber: Durch die neuen Instrumente entstehen auch bisher unbekannte Risiken, beispielsweise, wenn auf solche Derivate weitere, abstrakte Instrumente aufgesattelt werden. Der Markt verliert dabei zunehmend an Übersichtlichkeit. Anleger können Hebelwirkungen, Wechselwirkungen der Instrumente und durch die Verlängerung der Transaktionskette vervielfachte Risiken oft nicht mehr überschauen.

Das Anlagekapital auf diesen Märkten stammt in der Regel von institutionellen Investoren. Sie gehen mit ihrer Anlage in einem Beteiligungsfonds in der Regel ein langfristiges Engagement ein. Üblich sind Kapitalbindungsfristen von zehn Jahren.<sup>11</sup> Zu den institutionellen Kunden gehören Banken, Versicherungen, Bausparkassen, Investment- und Pensionsfonds.

Letztere führen in Deutschland allerdings noch ein Schattendasein, da die Altersvorsorge hier durch ein staatliches Umlagesystem geregelt ist. Anders in den USA: Hier ruht die Altersvorsorge auf den drei Säulen Betriebspension, staatliche Rente und private Vorsorge, wobei vor allem große Konzerne ihre Altersvorsorgeverpflichtungen in Pensionsfonds ausgelagert haben.

Allerdings haben im Zuge von Unternehmensinsolvenzen in der Stahl-, der Automobil- und der Luftfahrtbranche Beschäftigte Ansprüche in Milliardenhöhe verloren. Dabei wurden die Anwartschaften zwar auf einen staatlichen Sicherungsfonds übertragen. Da der jedoch in einer wachsenden Zahl solcher Fälle eingesprungen ist, hat er mittlerweile seinerseits mit wirtschaftlichen Schwierigkeiten zu kämpfen.<sup>12</sup>

## **2.2. Internationale Finanzinvestoren entdecken den deutschen Markt**

Schon Mitte der neunziger Jahre haben US-Investoren erste Versuche unternommen, in den deutschen Markt einzudringen. Allerdings waren die Hürden damals zu hoch: In der so genannten „Deutschland AG“ dominierten Banken, Versicherungen und Industriekonzerne Aktionärsversammlungen und Aufsichtsräte. Die Kapitalver-

---

<sup>9</sup> Vgl. Handelsblatt vom 09.05.2005, S. 12.

<sup>10</sup> Vgl. Handelsblatt vom 12.05.2005, S. 23.

<sup>11</sup> Vgl. Börsen-Zeitung vom 21.12.2004, S. 2.

<sup>12</sup> Vgl. Die ZEIT vom 23.05.2005, S. 31.

flechtung zwischen Industrie und Banken auf der einen und wechselseitig beteiligten Finanzinstituten auf der anderen Seite hat Unternehmensübernahmen verhindert. Dadurch konzentrierte sich der Anteilsbesitz großer Unternehmen in den Händen weniger Großaktionäre und verhinderte eine Kontrolle durch den Kapitalmarkt. Der Nürnberger Wirtschaftsprofessor Wolfgang Gerke beschreibt das Defizit so: Die deutschen Großinvestoren „nahmen ihre Rechte und Pflichten als Eigentümer kaum wahr und haben dem Top-Management den Kurs überlassen“.<sup>13</sup>

Jetzt, unter dem Druck einer globalisierten und dem internationalen Wettbewerb ausgesetzten Wirtschaft stellen sowohl Banken als auch Industrieunternehmen ihren Beteiligungsbesitz auf den Prüfstand. Erklärtes Ziel ist eine Konzentration auf die Kerngeschäftsfelder. Damit sind die Hindernisse für Übernahmen durch Finanzinvestoren beiseite geräumt. So verkaufte die Deutsche Bank bis Anfang 2005 bis auf einen Anteil von 10,4 Prozent an DaimlerChrysler praktisch sämtliche größere Firmenbeteiligungen. Bei der Allianz, HypoVereinsbank und Commerzbank sowie anderen großen Finanzdienstleistern geschah Ähnliches.<sup>14</sup> Forciert wurde die Entwicklung auch durch die steuerliche Freistellung von Veräußerungsgewinnen aus dem Verkauf von Unternehmensbeteiligungen im Jahre 2002.

Mit dem Zerfall der Deutschland AG hat sich eine neue Arbeitsteilung unter den Kapitalmarktteilnehmern herausgebildet. Bis dato waren die Banken häufig gleichzeitig als Kreditgeber und Aktionäre mit einem Unternehmen verbunden. Das führte dazu, dass sie oft im Konflikt zwischen ihren Rollen als Gläubiger und Anteilseigner gefangen waren und in ihrer Geschäftspolitik beide Funktionen gleichermaßen berücksichtigen mussten.

Mit der Auflösung der Kapitalverflechtung zwischen Banken und Unternehmen entstand Raum für Finanzinvestoren, die die Unternehmen nunmehr konsequent auf den Gedanken des Shareholder Value hin ausrichten. „Statt in Hinterzimmern mit den Banken Verbindungen auszuspielen und Gefälligkeiten auszutauschen, muss der Vorstand sich nun gegenüber seinen Aktionären für große strategische Entscheidungen rechtfertigen“, beschreibt die Financial Times Deutschland die veränderte Lage.<sup>15</sup> Und weiter: „Langjährige Verflechtungen, vielleicht sogar Freundschaften der Akteure haben eine wirksame Kontrolle (der Unternehmen bzw. der Manager, d. V.) oft verhindert“.<sup>16</sup>

In ihrer neuen Rolle konzentrieren sich die Banken nun auf die Begleitung dieser Finanzinvestoren und ihren Beteiligungen bei der Beschaffung von Finanzierungsmitteln über den Kapitalmarkt.

Durch den Zerfall der traditionellen Verbindungen fühlen sich aber auch viele deutsche Unternehmen – insbesondere aus dem Mittelstand – den neuen Investoren schutzlos ausgeliefert. Unbestreitbar hat die Zahl der Unternehmensverkäufe in Deutschland an große Beteiligungsgesellschaften aus dem angloamerikanischen Raum seit 2003 zugenommen. Doch was ist – abgesehen von den häufig im Milliardenbereich liegenden Transaktionssummen – wirklich neu an dem Phänomen?

Während bisher vorwiegend *strategische* Käufer Unternehmensbeteiligungen erworben haben, sind in den letzten Jahren vermehrt Finanzinvestoren aufgetreten. Sie erwerben Unternehmen oder Geschäftssparten nicht zur Ergänzung ihres Produkt-

---

<sup>13</sup> Vgl. Wirtschaftswoche vom 19.05.2005, S. 48.

<sup>14</sup> Vgl. Financial Times Deutschland vom 19.05.2005, S. 31.

<sup>15</sup> Vgl. Financial Times Deutschland vom 19.05.2005, S. 31.

<sup>16</sup> Vgl. Financial Times Deutschland vom 19.05.2005, S. 31.

Portfolios, zur Ausweitung ihrer Aktivitäten auf neue Märkte oder zur Öffnung neuer Vertriebskanäle, sondern betrachten das Investment als reine *Kapitalanlage*.

An die Stelle von realwirtschaftlichen Transaktionen treten virtuelle bzw. rein finanzielle Transfers. D. h., es werden zunehmend nicht Güter gehandelt, sondern Finanzströme.

Nach Schätzungen werden allein die Private-Equity-Fonds – risikogesteuerte Investmentgesellschaften, die ihr Kapital außerhalb der Börse beschaffen und platzieren – im Jahr 2005 weltweit etwa 200 Mrd. EUR bei Anlegern einsammeln.<sup>17</sup> Private Equity, das Kapital dieser Fonds, macht bei den großen Unternehmensakquisitionen in Europa und den Vereinigten Staaten mittlerweile über fünfzig Prozent des Transaktionsvolumens aus.<sup>18</sup>

Nach Angaben des europäischen Verbandes für Beteiligungs- und Risikokapitalfinanzierung EVCA (European Private Equity and Venture Capital Association) floss in Europa allein in den Jahren 2000 bis 2004 Eigenkapital in Höhe von mehr als 140 Mrd. EUR in europäische Akquisitionen. Die erworbenen Unternehmen beschäftigen insgesamt 6,5 Mio. Arbeitnehmer.<sup>19</sup>

Beteiligungsgesellschaften und Fonds kontrollieren nach Angaben des Nachrichtenmagazins Der Spiegel in Deutschland bereits rund 5.000 Unternehmen mit über 400.000 Beschäftigten. Allein 2004 haben sie für 22,5 Mrd. EUR deutsche Firmen gekauft, die in vielen Fällen von ihren Konzernmüttern abgestoßen wurden.<sup>20</sup> Das Handelsblatt nennt noch höhere Werte: Es spricht für 2004 von 5.500 Unternehmen mit insgesamt 638.000 Beschäftigten. Diese erwirtschafteten einen Gesamtumsatz von 114,4 Mrd. EUR, was 5,2 Prozent des Bruttosozialprodukts entspräche.<sup>21</sup>

Ihren vorläufigen Höhepunkt haben die Investitionen von Private-Equity-Firmen in deutsche Unternehmen in den Jahren 2000 und 2001 mit jeweils fast 4,5 Mrd. EUR erreicht. 2002 sank der Wert auf ca. 2,5 Mrd., in 2003 auf ca. 2,4 Mrd., um 2004 wieder auf ca. 3,75 Mrd. EUR anzusteigen.<sup>22</sup>

Amerikanische Beteiligungsgesellschaften sehen in Europa und speziell in Deutschland lohnende Betätigungsfelder. Sie halten viele der hiesigen Firmen für unterbewertet. Den deutschen Unternehmen wird viel Potenzial nachgesagt, das noch nicht gehoben ist. Dazu Gregory Fleming, Vorstandsmitglied bei Merrill Lynch: „In Deutschland sehen wir, neben Japan, die größte Chance für Gewinnwachstum im Investmentbanking. Wenn Sie eine der führenden Investmentbanken der Welt sind, müssen Sie eine bedeutende Präsenz in Deutschland haben“.<sup>23</sup> Finanzexperten vermuten besondere Ertragschancen in der Veränderung von Strategien und Strukturen deutscher Konzerne.<sup>24</sup>

Für Finanzinvestoren interessant sind vor allem Unternehmen, die sich durch ein niedriges Verhältnis von Unternehmenswert - Börsenkapitalisierung abzüglich Nettoverschuldung - und EBITDA oder Unternehmenswert und Free Cash flow auszeichnen. Denn diese Kennzahlen geben dem Investor Aufschluss über die Verschul-

---

<sup>17</sup> Vgl. Süddeutsche Zeitung vom 03.05.2005, S. 2.

<sup>18</sup> Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 22.04.2005, S. 29.

<sup>19</sup> Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 22.04.2005, S. 29.

<sup>20</sup> Vgl. Der Spiegel vom 02.05.2005, S. 134.

<sup>21</sup> Vgl. Handelsblatt vom 06.-08.05.2005, S. 2.

<sup>22</sup> Vgl. Handelsblatt vom 06.-08.05.2005, S. 2.

<sup>23</sup> Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 06.05.2005, S. 21.

<sup>24</sup> Vgl. Handelsblatt vom 13.06.2005, S. 15.

dingungsfähigkeit eines Unternehmens. Nach Angaben der Rating-Agentur Standard & Poor's haben die Käufer zuletzt mehr als das Achtfache des EBITDA für ihre Kaufobjekte bezahlt, während deutsche Aktiengesellschaften derzeit durchschnittlich nur mit dem knapp Siebenfachen ihres EBITDA bewertet werden; BASF, MAN oder Thyssen-Krupp sogar nur mit dem Fünffachen.<sup>25</sup>

Die Schätzungen darüber, welchen Anteil Private Equity-Investitionen in Deutschland am Bruttoinlandsprodukt (BIP) haben, sind uneinheitlich. Die Wirtschaftswoche spricht von 0,12 Prozent des BIP, was deutlich unter dem europäischen Durchschnitt von 0,22 Prozent liegt. Den Spitzenwert in Europa hält Großbritannien mit 0,85 Prozent.<sup>26</sup> Andere Zahlen nennt wiederum das Handelsblatt. Danach machen Private-Equity-Investitionen in Deutschland nur 0,17 Prozent des BIP aus.<sup>27</sup>

Die größten Beteiligungskäufe einzelner Beteiligungsfirmen waren der Erwerb des Chemieunternehmens Celanese durch die amerikanische Blackstone<sup>28</sup> und der Kauf der Wohnungsgesellschaft Viterra durch die britische Terra Firma. Von den 30 DAX-Unternehmen haben nur noch Allianz, Bayer, Commerzbank, E.on, Lufthansa, RWE und ThyssenKrupp mehrheitlich deutsche Anteilseigner. Allein in neun DAX-Unternehmen gehört die US-Investmentgesellschaft Capital Group zu den drei größten Anteilseignern.<sup>29</sup>

Neben Beteiligungsgesellschaften haben auch ausländische Hedge-Fonds den deutschen Markt für sich entdeckt und wollen die vermuteten Reserven in deutschen Unternehmen für sich nutzen. Interessant sind die Fonds auch für deutsche Banken, nämlich als Refinanzierungsadresse (Käufer) verbriefter Kreditforderungen.

Vor kurzem haben Beteiligungsgesellschaften und Hedge-Fonds noch auf anderem Wege als über einen Unternehmenserwerb spektakulär in die deutsche Wirtschaft eingegriffen. So schied der ehemalige Vorstandschef des Dualen Systems Deutschland, Peter Repnik, einen Monat nach der Übernahme des Unternehmens durch die Beteiligungsgesellschaft KKR (Kohlberg, Kravis, Roberts) aus dem Amt.

Ebenfalls das Unternehmen verlassen musste der Deutschland-Chef von Woolworth, Manfred Schönmeier, nachdem er 1998 zusammen mit Electra Fleming den deutschen Unternehmensteil der US-Kaufhauskette im Rahmen eines Management Buy Out (MBO) erwarb.<sup>30</sup>

Besonders aufsehenerregend war der im Mai 2005 durch Großaktionäre der Deutsche Börse AG unter der Federführung des Hedge-Fonds TCI erzwungene Rücktritt des Vorstandschefs Werner Seifert. Sie wollten die strategische Ausrichtung des Unternehmens durch das Management nicht mittragen.

Außerdem trat der Konzernchef des Maschinenbauunternehmens IWKA, Hans Fahr, zurück. Er beugte sich damit der Kritik mehrerer Fondsgesellschaften und Privatinvestoren aus den USA und Großbritannien an dem ihrer Meinung nach zu schlep-pend vorangetriebenen Konzernumbau.

Beteiligungsgesellschaften mischen sich auch zunehmend in das M&A-Geschäft ein. Bedingt durch das niedrige Zinsniveau werden Anlageformen mit höherer Rendite,

---

<sup>25</sup> Vgl. Handelsblatt vom 13.06.2005, S. 15.

<sup>26</sup> Vgl. Wirtschaftswoche vom 28.04.2005, S. 68.

<sup>27</sup> Vgl. Handelsblatt vom 6.-8.05.2005, S. 2.

<sup>28</sup> Vgl. Wirtschaftswoche vom 28.04.2005, S. 68.

<sup>29</sup> Vgl. Die Welt vom 11.05.2005, S. 17.

<sup>30</sup> Vgl. Handelsblatt vom 11.05.2005, S. 25.

wie Private Equity- oder Hedge-Fonds, mit Kapital geradezu überschüttet. Private-Equity-Fonds treten immer aggressiver im Bieterwettbewerb um Unternehmen auf und treiben so die Preise in die Höhe.<sup>31</sup>

Unternehmen, die neu in das Eigentum solcher Gesellschaften übergegangen sind, ändern ihr Wettbewerbsverhalten dadurch, dass sie unter dem Druck der Renditeerwartungen ihrer Anteilseigner konsequent auf Gewinnmaximierung ausgerichtet werden. Damit setzen sie zwangsläufig auch die Margen anderer, „klassisch“ finanzierter Anbieter unter Druck.

Neu ist die Entwicklung, dass ausländische Finanzinvestoren in das klassische Bankgeschäft vordringen. So hat Lone Star als erster US-Finanzinvestor im Mai 2005 über den Kauf der Mitteleuropäischen Handelsbank (MHB) von der Norddeutschen Landesbank (Nord/LB) eine vollwertige Banklizenz in Deutschland erworben. Künftig kann Lone Star damit das klassische Kreditgeschäft in Eigenregie betreiben. Die BaFin prüft derzeit allerdings noch die für den Erwerb einer Banklizenz erforderliche persönliche Zuverlässigkeit der hinter Lone Star stehenden Investoren.<sup>32</sup>

Die Postbank strebt derzeit im Zuge der geplanten Übernahme des Hamelner Beamtenheimstättenwerk (BHW) eine Kooperation mit dem US-Finanzinvestor Cerberus an. Großaktionäre des BHW sind die Gewerkschaftsholding BGAG und der Deutsche Beamtenbund. Die Postbank und Cerberus wollen nach Berichten der Financial Times Deutschland als Konsortium für das Paket von BHW und AHBR bieten. Danach soll im Falle einer Übernahme die Postbank das BHW erhalten, die AHBR ginge als Abwicklungsinstitut für notleidende Kredite an Cerberus.<sup>33</sup>

### **2.3. Günstige Rahmenbedingungen für Finanzinvestoren**

Die skizzierten Aktivitäten von Finanzinvestoren in Deutschland werden begünstigt durch eine Reihe von Einflüssen aus sehr unterschiedlichen Bereichen, die zusammengekommen die Investition in deutsche Unternehmen für Finanzinvestoren interessant machen und den aktuellen Trend weiter verstärken:

- *Nachfolgeregelungen im Mittelstand*  
In Deutschland bestehen bei Nachfolgeregelungen in Familienunternehmen Finanzierungsprobleme. Hier wird häufig ein Investor eingeschaltet. Beispiele: Gartengerätehersteller Gardena und die Automobilzulieferer Honsel und Beru.
- *Trend zur Konzentration auf Kerngeschäftsfelder und Kernkompetenzen*  
Konzerne trennen sich von so genannten Randaktivitäten, wobei dieser Trend wesentlich verstärkt wurde, nachdem Veräußerungsgewinnen aus Unternehmensbeteiligungen 2002 steuerfrei gestellt wurden. Beispiele: Wincor Nixdorf Geldausgabeautomaten/ Siemens; MTU/ DaimlerChrysler.
- *Verschuldung der öffentlichen Haushalte*  
Der Staat trennt sich angesichts der Finanznot der öffentlichen Haushalte von eigenen Unternehmensbeteiligungen. Beispiele: Tank & Rast Autobahnraststätten, Bundesdruckerei.
- *Wachsende Bedeutung der privaten Altersvorsorge in einer alternden Gesellschaft*

<sup>31</sup> Vgl. Börsen-Zeitung vom 27.01.2005, S. 10.

<sup>32</sup> Vgl. Handelsblatt vom 07.06.2005, S. 21.

<sup>33</sup> Vgl. Financial Times Deutschland vom 27.06.2005, S. 21.

Anders als in den USA und Großbritannien, wo die private und betriebliche Altersvorsorge eine wesentlich größere Rolle spielt, wächst das Bewusstsein für die Bedeutung von Vorsorgeaktivitäten neben der gesetzlichen Rentenversicherung in Deutschland langsam. Diese Entwicklung trifft zusammen mit der Suche internationaler institutioneller Anleger nach renditeträchtigen Anlageformen.<sup>34</sup>

- *Wettbewerbsrechtliche Anforderungen*

Die Entflechtung von Unternehmen und Konzernen wird auch unter dem Stichwort Deregulierung betrieben. Sie verfolgt vorrangig das Ziel, Marktzutrittsbeschränkungen für neue Wettbewerber abzubauen. Hierzu soll der Staat bestehende Reglementierungen aufheben und für Rahmenbedingungen sorgen, die eine marktwirtschaftliche Selbststeuerung fördern.

Maßnahmen der Deregulierung sind z. B. die Auflösung von Monopolen und die Privatisierung öffentlicher Unternehmen. Dahinter steht die Annahme, dass durch Auflösung von Monopolen und leichteren Marktzutritt für neue Unternehmen mehr Wettbewerb entsteht, der zu sinkenden Preisen und einer größeren Produkt- und Leistungsvielfalt führt.

Allerdings lässt sich im Zuge der Auflösung von Monopolen zumindest kurzfristig ein Abbau von Arbeitsplätzen beobachten, da der ehemalige Monopolist versuchen wird, durch Kostensenkung weiter am Markt konkurrenzfähig zu bleiben. Angenommen wird aber auch, dass die Beschäftigung langfristig wieder ausgeweitet wird, sobald durch die steigende Nachfrage zusätzliche Anbieter in den Markt eingetreten sind.

- *Niedriges Zinsniveau*

Die niedrigen Kreditzinsen ermöglichen es Beteiligungsgesellschaften, mehr Fremdkapital als in Hochzinsphasen beim Erwerb eines Unternehmens einzusetzen und so einen höheren Kaufpreis zu zahlen.

Neben günstigen Rahmenbedingungen entscheiden auch bestimmte Qualitäten des Unternehmens selbst über seine Attraktivität für einen Finanzinvestor. Folgende Faktoren machen ein Unternehmen grundsätzlich interessant:

- Das Unternehmen erwirtschaftet hohe Erträge und zeigt einen stabilen oder wachsenden Cash flow.
- Das Unternehmen besitzt Wachstumschancen und Wertsteigerungspotenzial.
- Das Unternehmen lässt sich durch Fusionen mit anderen zum Marktführer entwickeln.
- Das Unternehmen verfügt über bereits erprobte Produkte, Technologien und nachhaltige Wettbewerbsvorteile.
- Das Unternehmen besitzt eine klare Strategie und eine Marktpositionierung, die auf Wachstums- und Wertsteigerungspotential schließen lassen.

---

<sup>34</sup> Vgl. Handelsblatt vom 12.05.2005, S. 22.

## 2.4. Große Käufe deutscher Unternehmen durch Finanzinvestoren

In der folgenden Übersicht haben wir Unternehmenserwerbe von Finanzinvestoren auf dem deutschen Markt zusammengestellt. Sie verdeutlicht die Vielfalt der jüngst abgewickelten Transaktionen, offenbart aber auch bestimmte Muster bezüglich der Abwicklungsstrategien, der Branchen und der Eigentümer-Käufer-Strukturen.<sup>35</sup>

So wird z. B. erkennbar, dass die Transaktionsvolumina im Laufe der Zeit zugenommen haben. Der in dieser Hinsicht spektakulärste Fall ist der Erwerb der Wohnungsgesellschaft Viterra, zuvor im Besitz von E.on, durch die englische Beteiligungsgesellschaft Terra Firma. Generell zählen die Wohnungsgesellschaften derzeit offenbar zu den begehrtesten Kaufobjekten von ausländischen Investoren. Seit 2003 verstärkt sich der Trend zum Einstieg von Private Equity-Gesellschaften in diese Branche. Die Hypothekenbank Eurohypo erwartet, dass in den kommenden Jahren rund drei bis vier Millionen Wohnungen aus dem Eigentum der öffentlichen Hand und von Unternehmen veräußert werden.<sup>36</sup>

Aus der Übersicht lassen sich auch verschiedene Stadien von Beteiligungskäufen erkennen: So sind manche Unternehmen unter Beteiligungsgesellschaften weiter veräußert worden, andere, wie MTU Air Engines, wurden an die Börse gebracht. Aus manchen Gesellschaften wurden neue Konglomerate geschmiedet, wie in den Fällen von Symrise oder Celanese. Teilweise wurden aus öffentlichen bzw. gemeinnützigen Unternehmen, wie Wohnungsgesellschaften oder Tank-Raststätten, nach privatwirtschaftlichen Grundsätzen geführte Gesellschaften.

Erworbenes Unternehmen	Branche	Bisheriger Eigentümer	Käufer	Jahr	Verkaufsvol. EUR
RJR Nabisco	Lebensmittelkonzern			1989	
Kabel NRW	Kabelnetzbetreiber		Callahan Associates	2000	2,5 Mrd.
Pfalz Flugzeugwerke – PFW	Flugzeug- und Raumfahrt-Zulieferer	Belegschaft	Safeguard	2001	45 Mio.
Cognis	Chemie	Henkel	Permira, Goldman Sachs,	2001	2,5 Mrd.

<sup>35</sup> Die Tabelle gibt den Stand unserer Recherchen per Juli 2005 wieder. Einzelne Daten waren uns nicht zugänglich, werden aber im Rahmen aktualisierter Fassungen laufend ergänzt.

<sup>36</sup> Vgl. Börsen-Zeitung vom 17.02.2005, S. 2.

Erworbenes Unternehmen	Branche	Bisheriger Eigentümer	Käufer	Jahr	Verkaufs-Vol. EUR
			Schroder Ventures		
Messer Griesheim	Chemie und Industriegase		Allianz Capital Partners, Goldman Sachs	2001	2,0 Mrd.
Demag Holding	Maschinenbau		KKR	2002	1,7 Mrd.
Celanese AG	Chemie	Hoechst Celanese	Blackstone	2003	3,1 Mrd.
Kabel Deutschland - KDG	Kabelnetzbetreiber	Dt. Telekom	Apax Partners, Goldman Sachs, Providence	2003	1,7 Mrd.
A.T.U.	Automobil-Werkstattkette	Doughty Hanson (zuvor Familienbesitz)	KKR	2004	1,45 Mrd.
BASF/ANI Printing Inks	Chemie	BASF	CVC	2004	683 Mio.
Beru	Automobilzulieferer	Familienbesitz	Carlyle		k.A.
Brenntag/Interfer	Chemie		Bain Capital	2004	1,40 Mrd.
Bundesdruckerei	Druckbetrieb	Bundesregierung	Apax	2000	1,0 Mrd.
CBR Holding	Einzelhandel Textil		Cinven, Apax	2004	1,0 Mrd.
Debitel	Mobilfunk		Permira	2004	640 Mio.
Duales System Deutschland	Abfall-Recycling		KKR		260 Mio.
Dynamit Nobel	Chemie	mg technologies	CSFB Private Equity, KKR	2004	2,25 Mrd.
Eisenbahnerwohnungen	Wohnungsbaugesellschaft	Bundesregierung	Nomura		2,0 Mrd.
Gagfah	Wohnungsbaugesellschaft	BfA	Fortress	2004	3,5 Mrd.
Gerresheimer Glas	Glasverpackungen		Blackstone		600 Mio.

Erworbenes Unternehmen	Branche	Bisheriger Eigentümer	Käufer	Jahr	Verkaufs-Vol. EUR
Grohe Holding	Sanitärinstallationen, Badarmaturenhersteller	Familienbesitz	Texas Pacific, CSFB	2004	1,85 Mrd.
GSW	Wohnungsbaugesellschaft	Land Berlin	Cerberus Capital, Goldman Sachs	2004	2,1 Mrd.
Iesy	Kabelnetzbetreiber		Apollo Management, Golden Tree		k.A.
IWKA	Maschinenbau (Roboter, Verpackungsmaschinen)		Minderheitsbeteiligungen von Wyser-Pratte, K Capital Partners, Hermes, Schroder		k.A.
MTU Aero Engines	Systemzulieferer für Triebwerkshersteller	DaimlerChrysler	KKR (im Mai 2005 an die Börse gebracht)	2004	1,45 Mrd.
Peguform	Chemie		Cerberus	2004	k. A.
Rodenstock	Optische Geräte		Permira		
SGL Carbon	Kohlenstoffprodukte, Komponenten für Luft-/Raumfahrt		15 Prozent der Anteile durch Jana Partners, K Capital Partners und Eureka Fund		
Shell Kraftwerke	Kraftwerksbetreiber				
WCM (Teilunternehmen)	Wohnungsbaugesellschaft	WCM	Blackstone	2004	
Springer Fachverlag	Fachbuchverlag		Cinven, Candover		
Stabilus					

Erworbenes Unternehmen	Branche	Bisheriger Eigentümer	Käufer	Jahr	Verkaufs-Vol. EUR
Sulo	Abfallentsorgung		Blackstone, Apax		500 Mio.
Tank & Rast	Autobahn-Raststätten-Kette	Bundesregierung	Terra Firma	2004/05	1,0 Mrd.
Wincor Nixdorf	Geldausgabeautomaten	Siemens	KKR		
Telenorma / Bosch Telecom	Telekommunikationsanlagen	Bosch	KKR		k.A.
ThyssenKrupp Fahrzeugguss	Automobilzulieferer	ThyssenKrupp			
ThyssenKrupp Immobilien	Wohnungsbaugesellschaft	ThyssenKrupp	Morgan Stanley, Corpus Immobilien	2004	2,1 Mrd.
Vinnolit	Chemie (PVC-Hersteller)		Advent International		
Sirona	Dentaltechnik	Siemens	Madison Dearborn (davor EQT, davor Permira)	2005	730 Mio.
Viterra	Wohnungsbaugesellschaft	E.on	Terra Firma / Deutsche Annington	2005	7,0 Mrd.
WCM (Teilunternehmen)	Wohnungsbaugesellschaft	WCM	Triton Fund		
Weru	Fensterbau-Ausrüstung				
Ish	Kabelnetzbetreiber		Apollo	2005	k. A.
Debis AirFinance	Flugzeugleasing	DaimlerChrysler (Minderheitsanteil)	Cerberus Capital	2005	376 Mio.
Sanierungsbedürftige Kredite der Aareal Bk.	Bank	Aareal	Lone Star	06-2005	690 Mio.

### 3. Die Investoren

Im Mittelpunkt der Diskussion um die Wirkung von Beteiligungskapital steht die Frage, ob die Investoren das Schicksal der Unternehmen positiv beeinflussen oder ob sie einer nachhaltigen Unternehmensentwicklung aufgrund ihres nur kurz- bis mittelfristigen Anlagehorizontes nicht zwangsläufig im Wege stehen.

Bejaht man die These, dass die Geschäftspolitik von Finanzinvestoren einer nachhaltigen Unternehmenspolitik entgegensteht, wäre im Vorfeld notwendiger Regulierungsmaßnahmen die Entscheidung zu treffen, anhand welcher Kriterien kurz- und langfristige Investoren unterschieden werden können, da die Dauer eines Investments eindeutig immer erst nach seiner Beendigung bestimmbar ist.<sup>37</sup>

Viele Kommentare zu dieser Frage führen außerdem ins Feld, dass die Gleichungen „langfristig = gut; kurzfristig = schlecht“ nicht stimmen, bzw. nicht das relevante Entscheidungsmerkmal sind. Vielmehr würden sich Spekulanten allein schon dadurch um das Wohl der Unternehmen verdient machen, dass sie die Liquidität der Finanzmärkte verbesserten.

Prof. Reinhard H. Schmidt, Inhaber des Lehrstuhls für Internationales Bank- und Finanzwesen an der Universität Frankfurt/Main, beschreibt die Chancen und Risiken einer Übernahme des angelsächsischen, kapitalmarktorientierten Kapitalismus<sup>38</sup> so: „Eine generelle Übernahme würde mehr Dynamik, Wachstum und Fortschritt und vermutlich auch mehr Beschäftigung bringen, aber auch mehr Risiko, mehr Ungleichheit und weniger dem – völlig legitimen – Wunsch nach Geborgenheit und Mitmenschlichkeit entsprechen. (...) Wir haben derzeit eher eine halbherzige und zögerliche Übernahme, sozusagen das Reinrutschen in ein angelsächsisches System. Dies bringt Unvereinbarkeiten, viel größere Risiken, vermeidbare Konflikte und Reibungsverlust, vielleicht sogar echte Krisen. Daher habe ich früher mal für die Wahl plädiert: Systemwechsel ganz oder gar nicht“. Und weiter: „Faktisch haben wir längst das Ende der Deutschland-AG. Wenn, wie ich fürchte, inzwischen eine Umkehr unmöglich geworden ist, dann bleibt heute nur noch der schnelle und konsequente Wechsel hin zu einem reinen Finanzkapitalismus“.<sup>38</sup>

In der Diskussion treffen die Befürworter einer Flexibilisierung der Finanzmärkte, von Deregulierung und freier Marktwirtschaft auf der einen Seite und die Vertreter von nachhaltigem, eher organischem Unternehmenswachstum und Stabilität auf der anderen Seite aufeinander.

Erschwert wird eine sachliche Debatte dadurch, dass Finanzinvestoren selbst keine homogene Gruppe bilden, sondern sich bestenfalls nach bestimmten Typen unterscheiden lassen. Die wichtigsten, auf die sich diese Broschüre konzentrieren wird, sind:

- *Beteiligungsgesellschaften (Private Equity)*: Sie kaufen Unternehmen, um zu sie zu einem späteren Zeitpunkt mit Gewinn wieder zu verkaufen
- *Hedge-Fonds*: Diese anonymen Kapitalsammelstellen spekulieren mit hohem Kapitaleinsatz auf steigende oder fallende Kurse z. B. von Währungen, Wertpapieren und Rohstoffen.

---

<sup>37</sup> Vgl. Hannoversche Allgemeine Zeitung vom 11.05.2005, S. 9.

<sup>38</sup> Vgl. Frankfurter Rundschau vom 13.05.2005, S. 25.

- *Real Estate Investment Trusts (REITs)*: Die börsennotierten Investmentgesellschaften investieren ihr Kapital fast vollständig in Immobilien und schützen ihre Gewinne nahezu komplett an die Aktionäre aus. Im Gegenzug zahlen sie keine Ertragssteuern auf ihre Gewinne.
- *Pensionsfonds*: Sie stellen einen Durchführungsweg der betrieblichen Altersvorsorge dar. Dementsprechend stammt ihr Kapital von Privatpersonen, das die Fonds ihrerseits wiederum in anderen Kapitalanlagen investieren.
- *Beteiligungs-/Finanzholdings*: Sie investieren in Unternehmen oder Unternehmenssparten, d. h. ihre Geschäftstätigkeit besteht im Halten und Verwalten solcher Beteiligungen. Strategisch geht es dabei häufig darum, sich auf diesem Wege Zugang zu Produkten, Kunden oder Vertriebskanälen von Wettbewerbern zu verschaffen und damit die eigene Stellung im Markt zu verbessern.
- *Investmentfonds*: Ein Investmentfonds bündelt das Kapital vieler Anleger, um es in verschiedenen Vermögenswerten (z. B. Aktien, Immobilien, andere Investmentfonds) anzulegen. Ein Anteilsschein an einem solchen Fonds verkörpert einen Bruchteil des gesamten Fonds-Sondervermögens.

Finanzinvestoren sind in den einzelnen Ländern unterschiedlich stark verbreitet. Gemessen an der Zahl der Finanzinvestoren und ihrer Anlagestrategien ist diese Form der Kapitalbeteiligung in den USA am weitesten entwickelt. Besonders stark sind dort Pensionsfonds vertreten. Wegen ihres großen Einflusses spricht man häufig auch vom „Pensionsfonds-Kapitalismus“. Der Grund für die weite Verbreitung liegt darin, dass anders als in Deutschland die Altersvorsorge in den USA im Wesentlichen auf privater Vorsorge und nicht auf einer gesetzlichen Rentenversicherung fußt. Die Altersrenten werden dort nicht im Umlageverfahren finanziert, sondern sind kapitalgedeckt, d. h. werden durch die Geldanlage am Kapitalmarkt angespart. Daraus kann folgende, paradoxe Logik entstehen: Beschäftigte investieren als Anleger ihr Kapital in den Fonds eines Finanzinvestors, der mit diesem Kapital Unternehmen kauft und die Arbeitsplätze seiner eigenen Anleger rationalisiert.<sup>39</sup>

Im Folgenden geben wir einen Überblick über die wichtigsten, in Deutschland aktiven Finanzinvestoren und ihre Investments.

### **3.1. Beteiligungsgesellschaften**

#### **Definition von Beteiligungskapital**

Beteiligungskapital ist ein Sammelbegriff für verschiedene Formen der Kapitalanlage in Unternehmen. Der Ausdruck entspricht der im angelsächsischen Raum verwandten Bezeichnung „Private Equity“. Darunter wird ein vielschichtiges Spektrum von Investitionen außerhalb des Kapitalmarktes zusammengefasst (daher: „Private“ im Unterschied zu „Public“ für „börsennotiert“). Im Gegensatz zu Public Equity gibt es für Private Equity jedoch keinen organisierten, öffentlichen Markt. Aus diesem Grund werden die Marktstrukturen und Investitionsstrategien von Branchenfremden oft als schwer durchschaubar und komplex empfunden.<sup>40</sup>

<sup>39</sup> Vgl. Frankfurter Rundschau vom 13.05.2005, S. 24.

<sup>40</sup> Vgl. Sonderbeilage der Börsen-Zeitung vom 27.04.2005, B 5.

Die klassische Beteiligungsfinanzierung gehört zur Eigenfinanzierung eines Unternehmens. Im Unterschied zur Selbstfinanzierung, bei der das Unternehmen Eigenkapital aus einbehaltenen Gewinnen bildet, wird ihm im Zuge einer Beteiligungsfinanzierung Kapital aus einer außerhalb des Unternehmens liegenden Quelle zugeführt. Allerdings finanzieren Beteiligungsgesellschaften den Erwerb eines Unternehmens heute in der Regel nur zu einem geringen Teil aus Eigenkapital und zum weit größeren Teil mit Krediten.

### **Charakteristische Merkmale einer Beteiligungsfinanzierung**

Folgende Merkmale machen die *klassische* Beteiligungsfinanzierung aus:

- Beteiligungskapital ist – im Kern – *Eigenkapital* (Ausnahme: mezzanines Kapital).
- Als Eigenkapital haftet Beteiligungskapital für Verluste uneingeschränkt. Es wird nachrangig nach den Fremdkapitalgebern (Gläubigern) des Unternehmens befriedigt. Aufgrund des höheren Risikos verlangen Beteiligungsgesellschaften eine höhere *Rendite* als Fremdkapitalgeber. Die aktuell erzielte Verzinsung liegt nach Einschätzung von Marktbeobachtern zwischen zehn und 25 Prozent. Nach einer Untersuchung von Thomson Venture Economics und der European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) lag die Rendite für alle Private Equity-Investitionen seit Beginn ihrer Performance-Messungen bei 9,1 Prozent. Der Studie zufolge erbrachten Buy Outs<sup>41</sup> überdurchschnittliche 11,4 Prozent und Venture Capital-Finanzierungen<sup>42</sup> unter dem Durchschnitt liegende 6,0 Prozent.<sup>43</sup>
- Die Kapitalgeber nehmen in der Regel nur wenig Einfluss auf die *operativen* Entscheidungen der Unternehmensleitung, suchen aber wesentlichen Einfluss auf die *strategischen*.
- Die Kapitalgeber verlangen weitgehende *Einsichtsrechte* in und laufende Berichterstattung über die internen Unternehmensdaten.
- Das Kapital wird meistens ohne Gewährung von *Sicherheiten* vergeben.

### **Strategische Ziele von Beteiligungsgesellschaften**

Beteiligungsgesellschaften kaufen idealerweise ressourcenreiche, unterbewertete Unternehmen und versuchen, diese mit Gewinn weiter zu veräußern oder ihre Beteiligung über die erfolgreiche Platzierung des Unternehmens an der Börse abzugeben.

Immer häufiger verkaufen Finanzinvestoren auch an andere Private Equity-Gesellschaften. Zu beobachten ist, dass sich die Halteperioden solcher Investments verkürzen und mittlerweile häufig nicht mehr mittel- sondern nur noch kurzfristige Bindungen eingegangen werden. Die Gesellschaften selbst sprechen in diesem Zusammenhang häufig auch von einer „Partnerschaft auf Zeit“.<sup>44</sup> War das Engagement einer Private Equity-Firma bisher auf eine Dauer von durchschnittlich drei bis sieben Jahren angelegt, werden zunehmend sogenannte Quick Flips getä-

---

<sup>41</sup> Unternehmensübernahme durch Eigenkapitalinvestoren und Management.

<sup>42</sup> Risikokapital, das häufig zur Finanzierung von Unternehmensgründungen und jungen Unternehmen vergeben wird.

<sup>43</sup> Vgl. Die Bank, 06/2005, S. 41.

<sup>44</sup> Vgl. Sonderbeilage der Börsen-Zeitung vom 27.04.2005, B 5.

tigt, bei denen die Investoren ihre Beteiligungen in kurzen Abständen wieder veräußern.<sup>45</sup>

Aufgrund des hohen Risikos einer Beteiligung kalkulieren Private Equity-Gesellschaften mit überdurchschnittlichen Renditen - im Fachjargon *Performance Fee* genannt -, die oft über 20 Prozent jährlich liegen. Sie werden allerdings nicht allein aus den laufenden Gewinnen der Erwerbsgesellschaft erzielt, sondern lassen sich in der Regel erst zusammen mit den Erträgen aus einem Weiterverkauf nach erfolgreicher Entwicklung des Unternehmens realisieren.

Begehrte Zielobjekte von Beteiligungsgesellschaften sind Mischkonzerne, bei denen die Veräußerung einzelner Sparten einen größeren Gewinn verspricht als ihr anteiliger Wert am Gesamtkonzern. Die Strategie von Finanzinvestoren besteht häufig darin, aus den erfolgversprechenden Segmenten verschiedener Konzerne neue Verbünde zu kreieren oder zumindest die stillen Reserven in einzelnen Geschäftsfeldern zu heben.

Umgekehrt besitzen die großen Finanzinvestoren aber ihrerseits eine erhebliche Zahl von Beteiligungen. Vor diesem Hintergrund wirft die Frankfurter Allgemeine Zeitung die Frage auf, ob Beteiligungsunternehmen die *neuen* Konglomerate seien.<sup>46</sup> Man könnte weiterfragen, ob die Kompetenz in den Beteiligungsunternehmen ausreicht, die verschiedenen Unternehmen und Sparten zu entwickeln. Die Beteiligungsgesellschaften selbst jedenfalls behaupten, dass sie effizienter seien als die alten Konglomerate.

## Durchführung einer Beteiligungsfinanzierung

Typischerweise läuft eine Beteiligungsfinanzierung in folgenden Schritten ab:

### 1. *Auflage eines Fonds*

Eine Private Equity-Gesellschaft legt in der Regel mehrere eigenständige Fonds auf, in denen sie das Kapital der Anleger bündelt. Dabei werden die Fonds in Deutschland typischerweise in der Rechtsform einer GmbH & Co. KG geführt, in England und den USA als sog. Limited Partnership. Die einzelnen Investoren bzw. Kapitalgeber sind an der GmbH & Co. KG als Kommanditisten, bzw. Limited Partners beteiligt. Die Kapitalgeber selbst treffen keine Management-Entscheidungen; das operative Geschäft wird in einer eigenständigen Gesellschaft gebündelt, häufig in der Komplementär-GmbH (General Partner). Das Management dieser Gesellschaft wiederum wird häufig von einer (Fonds-) Obergesellschaft der Private Equity-Gesellschaft gesteuert, deren Aufgaben mit denen einer Holding vergleichbar sind. Der Vorteil eines Fonds in der Rechtsform einer GmbH & Co. KG liegt in der Begrenzung der Haftung seiner Kapitalgeber (Kommanditisten) auf die Höhe ihrer Kapitaleinlage. D. h. der einzelne Investor haftet für Verluste nicht zusätzlich mit seinem Privatvermögen.

### 2. *Erwerb einer Beteiligung an einem Unternehmen oder Kauf einer Unternehmenssparte*

Im zweiten Schritt erwirbt der Fonds das Zielunternehmen, wobei zur Finanzierung des Kaufpreises typischerweise eine Mischung von Eigen- und

---

<sup>45</sup> Vgl. Die ZEIT vom 12.05.2005, S. 28.

<sup>46</sup> Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 22.04.2005, S. 29.

Fremdkapital – häufig im Verhältnis 30 Prozent zu 70 Prozent eingesetzt wird.

3. *Restrukturierung, Fusion oder Zerschlagung des erworbenen Unternehmens*  
Ziel ist, durch Verbesserung von Effizienz und Produktivität den Unternehmenswert zu steigern.
4. *Ausstieg des Beteiligungsunternehmens (so genannter Exit)*  
In der Endphase versucht der Investor, seine Beteiligung mit Gewinn zu veräußern. Häufig wird der Weg über einen Börsengang gewählt; üblich ist aber mittlerweile auch die Weiterveräußerung an einen anderen Investor (so genannter Secondary Buy Out).

### **Typisierung von Private Equity-(Beteiligungs-)Gesellschaften**

Private-Equity-Gesellschaften lassen sich grob nach folgendem Schema klassifizieren:<sup>47</sup>:

- *Venture Capital-Fonds*  
Sie finanzieren Unternehmensgründer und junge Firmen. Das eingesetzte Kapital soll nach der erfolgreichen Etablierung der Gesellschaften am Markt mit einem Gewinnaufschlag wieder an den Kapitalgeber zurückfließen.
- *Buy Out-Fonds*  
Sie kaufen Konzernteile oder mittelständische Unternehmen. Die Finanzinvestoren halten die Anteile zwischen vier und sieben Jahren. In dieser Zeit wird restrukturiert und investiert. Ziel ist die Realisierung eines Mehrwerts, wenn die Unternehmen an industrielle Käufer oder andere Finanzinvestoren weiterveräußert werden.
- *Turnaround-Fonds*  
Sie zerschlagen Firmen, wobei häufig große Teile der Beschäftigten entlassen werden. Vor allem sie haben Kritik im Zuge der aktuellen Kapitalismusdebatte auf sich gezogen.

Varianten von Private Equity sind *Venture Capital-* und *Private Placements*. Private Placements sind an einen begrenzten Kreis vermögender Einzelanleger oder wenige private Investoren gerichtete Beteiligungsangebote (Gegenteil: Publikumsfonds).

Venture Capital-Beteiligungen (Wagnis-/Risikokapital) zeichnen sich durch folgende Merkmale aus:

- Kapitalzufuhr auf Zeit, meist ohne Gewährung von Sicherheiten, mit dem Ziel einer möglichst hohen Rendite.
- Angestrebt werden Minderheitsbeteiligungen ohne wesentlichen unternehmensstrategischen Einfluss.
- Die Investoren erwarten eine intensive Kommunikationsbeziehung zur Geschäftsleitung und weitgehende Einsichtsrechte in die internen Unternehmensdaten.

---

<sup>47</sup> Vgl. Handelsblatt vom 12.05.2005, S. 23.

## Verbreitung von Private Equity in Deutschland

Die Idee der Private Equity-Fonds stammt aus den USA, bzw. Großbritannien. Derartige Fonds sind dort seit den 70er Jahren aktiv. Von namhaften amerikanischen Gesellschaften wie KKR, Carlyle und Blackstone wird mittlerweile auch das Geschäft in Deutschland beherrscht. Mit großen Transaktionsvolumina und Anlagensummen am Markt aktiv sind außerdem paneuropäische Häuser wie BC Partners, Permira oder Apax.<sup>48</sup>

Bis vor kurzem hatte sich praktisch keine deutsche Private Equity-Industrie entwickelt. Ein Grund ist sicher im deutschen, umlagefinanzierten Rentensystem zu suchen. Hier fehlten potenziellen deutschen Beteiligungsfirmen anders als im angloamerikanischen Raum bis jetzt wichtige Finanziers.

Außerdem sind deutsche Beteiligungsgesellschaften oft nur regional aktiv. „Um an Milliarden-Deals teilzuhaben, muss man international aufgestellt sein“, meint dazu Mark Bradshaw, Direktor bei der weltweit tätigen Private-Equity-Firma 3i in Frankfurt.

Nach Angaben des Bundesverbandes Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) waren zum Jahresende 2003 deutsche Private Equity Gesellschaften mit insgesamt 18 Mrd. EUR an rund 5.000 kleinen und mittleren Unternehmen beteiligt. Diese erwirtschafteten nach den Angaben des Verbandes mit 400.000 Beschäftigten einen Jahresumsatz von insgesamt 95 Mrd. EUR. Medienberichte sprechen davon, dass Finanzinvestoren in den Jahren 2003 und 2004 mehr als 40 Mrd. EUR in Deutschland investiert hätten; für 2005 sei ein Volumen von 200 Mrd. EUR geplant.<sup>49</sup>

Im Zeitraum von 1986 bis 2003 seien insgesamt rund 25 Mrd. EUR in ca. 15.000 kleine und mittlere Unternehmen investiert worden.<sup>50</sup> Im Geschäftsjahr 2004 erwirtschafteten Beteiligungsunternehmen nach Angaben des BVK e. V. einen Gesamtumsatz von 114 Mrd. EUR und beschäftigten 640.000 Mitarbeiter.

## Risiken einer Beteiligungsfinanzierung

Internationales Finanzkapital reagiert sehr sensibel auf veränderte Bedingungen: Werden die ehrgeizigen Renditeziele nicht erfüllt, ziehen die Fonds ihre Mittel rasch ab, um sie in profitablere Aktivitäten zu lenken.<sup>51 52</sup>

Beispiel Immobilienmarkt: Angesichts der großen Zahl von Wohnungen, die Finanzinvestoren in den letzten Jahren in Deutschland erworben haben, wächst die Besorgnis, ein in den Händen weniger Anleger konzentrierter Wohnungsmarkt könnte zu Mietsteigerungen und dem Verlust von wohnungspolitischen Handlungsspielraum führen. So warnte bereits der Deutsche Mieterbund (DMB), dass die neuen Eigentümer wegen ihrer Renditevorgaben nach ein paar Jahren die Mieten überdurchschnittlich erhöhen würden.

---

<sup>48</sup> Vgl. Die ZEIT vom 12.05.2005, S. 28.

<sup>49</sup> Vgl. Die ZEIT vom 12.05.2005, S. 28.

<sup>50</sup> Vgl. BVK e. V., Hintergrundinformation Nr. 2, Die volkswirtschaftliche Bedeutung von Private Equity.

<sup>51</sup> Vgl. Handelsblatt vom 29./30.04.2005, S. 25.

<sup>52</sup> Vgl. Die ZEIT vom 28.04.2005, S. 24.

Auch durch die Umwandlung in Eigentum geht nach Ansicht der Interessenvertretung von derzeit rund 22 Millionen Mieterhaushalten in Deutschland preiswerter Wohnraum verloren. „Es ist Zeit, sich mit den Leuten anzulegen“, sagte Mieterbund-Präsidentin Anke Fuchs. Sie kritisierte außerdem die Städte und Gemeinden, die ihre Wohnimmobilien verkaufen wollen. Die Kommunen „verramschen bezahlbaren Wohnraum“, sagte Fuchs auf dem Mietertag in Kiel.

In den vergangenen fünf Jahren sind nach Angabe von Fuchs 600.000 Wohnungen aus öffentlichem Bestand verkauft worden. 2,74 Millionen Wohnungen seien noch in kommunalem und 137.000 in kirchlichem Besitz. Bis 2010 könnten eine Million Mietwohnungen zum Verkauf stehen. „Wir wissen, dass die Finanzinvestoren bis zu 20 Milliarden EUR bereithalten“, sagte Mieterbund-Direktor Franz-Georg Rips. Allerdings weist der Verein auch darauf hin, dass die Kaltmiete derzeit kaum steige.<sup>53</sup>

### **In Deutschland aktive Private Equity-Gesellschaften**

Im Folgenden portraituren wir ausgewählte Private Equity-Gesellschaften, die durch größere Transaktionen in Deutschland auf sich aufmerksam gemacht haben:

#### *Wyser-Pratte*

Der Fonds, Geschäftsführer Guy Wyser-Pratte, ist Aktionär beim Maschinenbauunternehmen IWKA mit einer Kapitalbeteiligung von fünf Prozent. Dort betreibt er sehr aggressiv die Spaltung des Unternehmens in einzelne Geschäftszweige (siehe Fallbeispiel). Zuvor hatte er schon die Herauslösung der produktiven Wehrtechnik-Sparte aus dem Rheinmetall-Konzern betrieben und den Aktienwert des Unternehmens dadurch in die Höhe getrieben.<sup>54</sup>

#### *Blackstone (USA)*

Der US-amerikanische Investor sagt von sich selbst, nur freundliche Transaktionen durchzuführen, die im Einvernehmen mit dem Management der Zielgesellschaft erfolgen („just friendly deals“).<sup>55</sup>

#### *KKR (USA)*

KKR (Kohlberg Kravis Roberts & Co.) ist die führende Private Equity-Gesellschaft in den USA. Sie konzentriert sich auf große Transaktionen im Wert von mehr als einer Mrd. EUR. In Deutschland kauft KKR im Schnitt zwei bis drei Firmen pro Jahr. In der Branche genießt der Investor einen guten Ruf, weil er relativ langfristig in seinen Beteiligungen investiert bleibt. KKR hat große Branchenerfahrungen in den Dienstleistungs- und Zulieferbetrieben der Automobilindustrie. KKR ist Investor bei Wincor Nixdorf Geldausgabeautomaten zusammen mit Goldman Sachs und allein bei A.T.U – Autoteile Unger. Das Unternehmen hatte den bisher größten Beteiligungserwerb vollzogen, die Übernahme des Konsumgüterkonzerns RJR Nabisco 1989 für 31,4 Mrd. US-Dollar.

#### *CVC Capital Partners Ltd. (USA)*

Texas Pacific Group: Einer der größten Private-Equity-Fonds weltweit. TPG ver-

---

<sup>53</sup> Vgl. Süddeutsche Zeitung vom 18.05.2005, S. 19.

<sup>54</sup> Vgl. Wirtschaftswoche vom 19.05.2005, S. 56.

<sup>55</sup> Vgl. Sonderbeilage der Börsen-Zeitung vom 27.04.2005, B 5.

waltet ein Eigenkapital von 15 Mrd. US-Dollar. Viele internationale Beteiligung. In Deutschland an Grohe und Mobilcom beteiligt.<sup>56</sup>

#### *EQT (Schweden)*

EQT: Käufer von Sirona aus dem Besitz von Siemens. EQT profiliert sich in Deutschland damit, dass es in zersplitterten Märkten bzw. Branchen Wettbewerber zusammenschließt und zu Marktführern aufbaut. So fusionierte EQT die beiden Duftstoffhersteller Haarmann & Reimer und Dragoco zum neuen Unternehmen Symrise. Das Unternehmen konnte dadurch zu den drei ausländischen Branchenführern aufschließen.<sup>57</sup> Mit dem Augenoptikgeschäft von Carl Zeiss Jena lief ein ähnlicher Prozess. EQT brachte Geld ein und kaufte gemeinsam mit Carl Zeiss den amerikanischen Brillenglaserhersteller Sola. Das neue Unternehmen ist ebenfalls in der Weltspitze platziert.<sup>58</sup>

#### *Terra Firma (Großbritannien)*

Terra Firma verfügt mit der Deutsche Annington über eine 100-prozentige deutsche Tochter. Durch verschiedene Immobilientransaktionen (Eisenbahner-Wohnungen, RWE-Wohnungen, Viterra) besitzt die Terra Firma inzwischen einen Bestand von 230.000 Wohnungen in Deutschland. Zum Konzept gehört traditionell, möglichst viele Mietwohnungen in Eigentumswohnungen zu verwandeln.<sup>59</sup>

## **3.2. Hedge-Fonds**

### **Begriffsbestimmung**

Der erste Hedge-Fonds wurde von Alfred Winslow Jones im Jahr 1949 gegründet. Eine einheitliche Definition dieser Anlagekategorie hat sich bisher nicht herausgebildet. Unter dem unscharfen Sammelbegriff werden spezielle, privat gemanagte Investmentgesellschaften zusammengefasst.<sup>60</sup> Der Terminus Hedge-Fonds geht auf die Technik des Hedging (englisch: to hedge - absichern, sich schützen) zurück, die ursprünglich darauf abzielte, ein Investment vor unwägbareren Risiken zu bewahren, wie beispielsweise Währungs- oder Rohstoffpreisschwankungen. Die moderne Hedge-Fonds-Landschaft hat mit dem klassischen Hedging nur noch wenig zu tun. Entgegen ihrer Bezeichnung dienen Hedge-Fonds heute nicht mehr der Absicherung gegen Risiken, sondern sind eigenständige Anlageinstrumente mit sehr unterschiedlichen Strategien und Risikoprofilen.

Gemeinsam ist ihnen der Anspruch, sowohl in steigenden als auch fallenden Märkten Gewinne zu erzielen. Im Vordergrund steht die Spekulation. Ziel ist, von Preisschwankungen auf den Devisen-, Aktien- und Anleihemärkten zu profitieren.

In der Praxis lassen sich Hedge-Fonds anhand folgender Kriterien definieren<sup>61</sup>:

- Ziel ist die Realisierung eines von der allgemeinen Marktentwicklung *unabhängigen* Ertrags.
- Hinsichtlich der Anlageinstrumente bestehen grundsätzlich keine Beschränkungen; häufig werden derivative Finanzinstrumente eingesetzt.

<sup>56</sup> Vgl. Süddeutsche Zeitung vom 07./08.05.2005, S. 27.

<sup>57</sup> Vgl. Wirtschaftswoche vom 28.04.2005, S. 66.

<sup>58</sup> Vgl. Wirtschaftswoche vom 28.04.2005, S. 66.

<sup>59</sup> Vgl. Süddeutsche Zeitung vom 18.05.2005, S. 19.

<sup>60</sup> Vgl. Wissenschaftliche Dienste des Deutschen Bundestages vom 13.06.2005, Der aktuelle Begriff.

<sup>61</sup> Vgl. [www.fondsinformation.de/Hedgefonds/Hedgefonds.htm](http://www.fondsinformation.de/Hedgefonds/Hedgefonds.htm), Stand: 18.05.2005.

- Die Fondsgebühren hängen ab vom Erfolg (der so genannten Performance) des Fonds.
- Das Fondsmanagement ist häufig finanziell am Erfolg des Fonds beteiligt.
- Der Anleger zahlt in der Regel eine hohe Mindestanlagesumme und ist für eine längere Zeitdauer fest an das Engagement gebunden (Haltefrist).
- Hedge-Fonds nutzen häufig Leerverkäufe und einen hohen Verschuldungsgrad (Kredite) als Renditehebel.<sup>62</sup>
- Es bestehen nur in geringem Umfang Informations- und Publizitätspflichten.

### Anlagestrategien von Hedge-Fonds

Hedge-Fonds setzen auf ein breites Spektrum von Anlageformen und -strategien. Dabei profitieren sie von der Unvollkommenheit der Finanzmärkte, indem sie ineffiziente Marktsituationen ausnutzen.<sup>63</sup> Unvollkommenheit bedeutet in diesem Zusammenhang, dass auf Finanzmärkten generell keine vollständige Transparenz herrscht, da die Marktteilnehmer nie über alle entscheidungsrelevanten Informationen verfügen und nicht alle Marktteilnehmer dieselben Informationen haben.

Das Geschäft von Hedge-Fonds besteht vorwiegend in der Spekulation<sup>64</sup> auf steigende oder fallende Kurse. Als Spekulationsobjekte kommen z. B. Aktien, Anleihen und Rohstoffe infrage. Nur etwa die Hälfte der Hedge-Fonds spekuliert vorwiegend mit Aktien.<sup>65</sup>

Ein besonderes Merkmal von Hedge-Fonds ist, dass sie grundsätzlich sowohl von steigenden als auch von fallenden Kursen profitieren können. Entscheidend ist allein, dass sich die Preise an einem Markt überhaupt verändern.<sup>66</sup>

Das investierte Kapital stammt in der Regel von wenigen, großen Anlegern, wie institutionellen Kunden (Versicherungen, Pensionsfonds, Banken, Bausparkassen und Investmentfonds), aber auch von vermögenden Privatkunden. Meist werden mit den Anlegern mehrjährige Haltefristen vereinbart.<sup>67</sup> Da eine Reihe von Fonds in der letzten Zeit die Einstiegsbeträge gesenkt haben, sind sie auch für kleinere Anleger interessant geworden.<sup>68</sup>

Die einzelnen Hedge-Fonds verfolgen verschiedene *Anlagestrategien*:

- *Long-Short-Equity*: Manager klassischer Fonds kaufen unterbewertete Wertpapiere mit Kurssteigerungspotenzial in der Erwartung, sie zu einem späteren Zeitpunkt mit Gewinn wieder veräußern zu können (*Long Position*).

Im Unterschied dazu wird mit einer so genannten „*Short Position*“ gezielt auf sinkende Kurse spekuliert. Dazu leiht sich der Fonds z. B. von Investmentbanken Wertpapiere gegen Zahlung einer Gebühr und verkauft sie an andere Marktteilnehmer (so genannter *Leerverkauf*, da der Verkäufer nicht

<sup>62</sup> Vgl. Wirtschaftswoche vom 19.05.2005, S. 51.

<sup>63</sup> Vgl. Handelsblatt vom 27.04.2005, S. 26.

<sup>64</sup> Spekulant: Von lat. speculari (spähen, nach vorne blicken).

<sup>65</sup> Vgl. Süddeutsche Zeitung vom 27.04.2005, S. 32.

<sup>66</sup> Vgl. Die ZEIT vom 12.05.2005, S. 28.

<sup>67</sup> Vgl. Frankfurter Rundschau vom 13.05.2005, S. 25.

<sup>68</sup> Vgl. Handelsblatt vom 18.05.2005, S. 4.

Eigentümer der Papiere ist, die er veräußert). Ist der Kurs wie erwartet gefallen, kann der Fonds die Papiere zu einem günstigeren Kurs am Markt kaufen und an den Entleiher zurückgeben. Die Spanne zwischen Verkaufs- und Rückkaufspreis von Long-Short-Strategien bezeichnet man als Arbitrage(-gewinn).

Long-Short-Strategien setzen voraus, dass der Fonds sein Portfolio wesentlich häufiger umschichtet, d. h. Anlagen kauft und verkauft, als das Investoren mit einer *Buy-and-hold-Strategie* tun. Allerdings wird das Ausmaß solcher Strategien überschätzt: Nur 0,5 Prozent der weltweit mehr als 8.000 Hedge-Fonds betreiben ausschließlich Short-Strategien.<sup>69</sup>

- *Event-driven*: Solche Strategien versuchen, besondere (eingetretene oder erwartete) Ereignisse in Unternehmen für sich zu nutzen. Unterschieden werden „*distressed investing*“ und „*merger arbitrage*“. Bei *distressed investing* investieren die Fonds in Unternehmen, die sich in wirtschaftlichen Schwierigkeiten oder in der Restrukturierungsphase befinden. Der Fonds erwirbt in einer solchen Krise entweder Unternehmensanteile, um sie nach erfolgreicher Sanierung mit Gewinn wieder zu veräußern. Oder er vergibt Sanierungskredite, die das Kredit nehmende Unternehmen aufgrund des hohen Rückzahlungsrisikos entsprechend hoch verzinsen muss.
- *Merger arbitrage-Strategien* konzentrieren sich auf Unternehmen, die kurz vor der Übernahme stehen. Sie nutzen die Tatsache für sich, dass Übernahmeangebote häufig über dem aktuellen Aktienkurs des Übernahmekandidaten liegen. Hier investiert der Anleger so lange in die Aktien des Unternehmens, wie der Kurs noch unter dem Tauschangebot liegt. Geht die Strategie auf, kann der Fonds bei Vollzug des Tausches einen Gewinn in Höhe der Differenz zwischen dem eigenen Kauf- und dem Tauschkurs erzielen.

Mit ihren Transaktionen haben Hedge-Fonds in Deutschland auch bereits Einfluss auf Unternehmen im Deutschen Aktienindex (DAX) genommen. So haben eine Reihe von Fonds im letzten Jahr auf den Abstieg des Reiseveranstalters TUI AG aus dem DAX spekuliert.

Wochenlang war die Aktie im Visier so genannter Daytrader. Das sind Marktteilnehmer, die versuchen, durch den innerhalb sehr kurzer Zeit abgewickelten Kauf und Weiterverkauf von Finanzanlagen Gewinne zu erzielen. Erst als der Verbleib der TUI AG im DAX gesichert war, kehrte wieder Ruhe im Handel mit der Aktie ein. Allerdings bleibt der Konzern mit einem Streubesitz-Anteil von 90 Prozent ein erreichbares Zielobjekt für Finanzinvestoren (siehe auch Kapitel 7).<sup>70</sup> Etwas Ähnliches könnte sich 2005 beim Bad Homburger Dialysespezialisten Fresenius Medical Care ereignen. Die Aktie ist vom Abstieg aus dem DAX bedroht. Eine Entscheidung trifft die Deutsche Börse im September 2005.<sup>71</sup>

Die Mehrheit der Hedge-Fonds arbeitet entweder als Kommanditgesellschaften nach US-amerikanischem Recht oder als Aktiengesellschaften in Offshore-Regionen. Das sind solche Gebiete bzw. Länder, die Hedge-Fonds praktisch unreguliert operieren lassen. Zu den wichtigen Zentren der Hedge-Fonds-Industrie gehören die Kaimaninseln, die Bahamas, die britischen Kanalinseln oder Gibraltar,

---

<sup>69</sup> Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 15.06.2005, S. 16.

<sup>70</sup> Vgl. Wirtschaftswoche vom 12.05.2005, S. 113 f.

<sup>71</sup> Vgl. Handelsblatt vom 21.02.2005, S. 35.

aber auch Staaten mit liberaler Kapitalmarkt-Gesetzgebung wie Luxemburg, Irland oder Monaco.

Viele Hedge-Fonds sind wegen der relativen Regulierungsdichte in Europa in diese Sitzländer ausgewichen. Dadurch sind sie auf der einen Seite freier in ihrer Anlageentscheidung; auf der anderen Seite sind ihre Geschäfte und Produkte für Anleger auch intransparenter und daher mit hohen Risiken behaftet.<sup>72</sup>

Weitere Vorteile einer Ansiedelung in Offshore-Regionen liegen zum einen in vielfältigeren steuerlichen Gestaltungsmöglichkeiten, zum anderen in der geringeren Regulierungsdichte der Kapitalmarkt-Gesetzgebung, was die Finanzinstrumente betrifft, in denen die Fonds ihr Kapital anlegen dürfen. Hedge-Fonds nutzen bei ihren Geschäften also nicht nur Marktunvollkommenheiten aus, sondern auch fehlende oder lückenhafte gesetzliche Ordnungssysteme.

### **Klassifizierung von Hedge-Fonds**

Nach der Anlagestrategie lassen sich grob folgende *Typen* von Hedge-Fonds unterscheiden<sup>73</sup>:

- *(Global) Makro-Fonds*  
Makro-Fonds versuchen, wirtschaftliche Entwicklungen auszumachen, die von den übrigen Marktteilnehmern (noch) falsch eingeschätzt werden. Solche Fonds haben sich auf die Entwicklung von Währungen und Volkswirtschaften spezialisiert. Ihre Strategie lautet: In Erwartung steigender Kurse billig kaufen und nach Realisierung des Kursanstiegs teurer verkaufen.  
  
Makro-Fonds arbeiten mit hohem Kapitaleinsatz, da sie gegebenenfalls gegen starke Marktteilnehmer intervenieren bzw. spekulieren müssen (z. B. gegen Notenbanken), die eine andere Kurs- oder Preisentwicklung unterstützen. Ehemals sehr prominent, haben sie in letzter Zeit deutlich an Boden verloren. Große Fonds dieses Typs kämpfen mit Verlusten oder haben ihr Geschäft bereits eingestellt. Auch wenn Makro-Strategien nur von wenigen Fonds angewandt werden, repräsentieren sie aufgrund ihrer Kapitalintensität doch einen überproportionalen Anteil des in Hedge-Fonds angelegten Kapitals.<sup>74</sup>
- *Arbitrage-Spezialisten*  
Sie nutzen Preisunterschiede zwischen einzelnen Märkten oder Anlageobjekten aus.
- *Notlagen-Spezialisten*  
Sie engagieren sich bei Unternehmen oder in Wertpapieren, die in wirtschaftliche Schwierigkeiten geraten sind.
- *Single- und Dach-Hedge-Fonds*  
Dach-Hedge-Fonds versuchen, ihr Risiko zu streuen, indem sie ihr Kapital in andere Fonds investieren. Demgegenüber legen Single-Hedge-Fonds ihre Mittel direkt in einzelnen Anlagen an.

---

<sup>72</sup> Vgl. Frankfurter Rundschau vom 13.05.2005, S. 25.

<sup>73</sup> Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 12.05.2005, S. 23.

<sup>74</sup> Vgl. [www.fondsinformation.de/Hedgefonds/Hedgefonds.htm](http://www.fondsinformation.de/Hedgefonds/Hedgefonds.htm), Stand: 18.05.2005.

## Unterscheidungsmerkmale zwischen Hedge-Fonds und anderen Finanzinvestoren

Im Unterschied zu anderen Investitionsformen wie Private Equity, das sich direkt an einem Unternehmen beteiligt, verfolgen Hedge-Fonds das Ziel, unabhängig von einem Marktszenario (z. B. einem fallenden Aktienindex) Erträge zu erzielen.<sup>75</sup> Sie gehören zur Gruppe der so genannten alternativen Investments. Alternative Investments unterscheiden sich von traditionellen Investment-Produkten, wie z. B. Aktien-Fonds, im Wesentlichen dadurch, dass sie zur Umsetzung ihrer Strategien und zur Anlage ihres Kapitals grundsätzlich alle Arten von Finanzinstrumenten verwenden können – darunter auch Derivate, wie Optionen oder Futures.

Auch im Hinblick auf Beteiligungsquoten und Anlagedauer heben sich Hedge-Fonds von Private-Equity-Fonds ab: Während Erstere typischerweise mit Minderheitsbeteiligungen in ein Unternehmen einsteigen<sup>76</sup>, zielen Letztere auf eine Mehrheitsbeteiligung am Unternehmen ab und haben in der Regel einen längeren Anlagehorizont.<sup>77</sup> Grundsätzlich versuchen Mehrheitsaktionäre, Einfluss auf die Geschäftspolitik auszuüben. Dagegen ist der typische Minderheitsgesellschafter eher an *strategischer* Einflussnahme auf das Unternehmen interessiert, d. h. er greift in der Regel nicht in das *operative* Geschäft ein. Zur Ausübung dieser Funktion erhält er häufig einen Sitz im Kontrollgremium, also einem Beirat oder einem Aufsichtsrat. Dass diese klassische Rollenverteilung unter den Investoren heute nicht mehr generell besteht, belegt der Fall Deutsche Börse, wo Hedge-Fonds erheblichen Einfluss auf Management-Entscheidungen geltend gemacht haben, obwohl sie nur Minderheitsanteile hielten (siehe auch Kapitel 5).

Neu ist auch, dass Private-Equity-Gesellschaften auf ihren angestammten Geschäftsfeldern von Hedge-Fonds Konkurrenz erhalten. Diese verfügen aktuell über viel freies Anlagekapital.<sup>78</sup> Außerdem sind die früheren Spekulationsrenditen kaum noch zu erzielen, da die Kursschwankungen heute geringer sind und der Spielraum für Arbitrage-Strategien schrumpft.<sup>79</sup> Mit dem Ziel, ihr Portfolio auszubauen, betätigen sich Hedge-Fonds daher auch im Private Equity-Geschäft, kaufen also Anteile von Unternehmen und betreiben nun auch aktiv die Umstrukturierung dieser Firmen.

Umgekehrt mehren sich die Zeichen, dass die Beteiligungsgesellschaften immer kurzfristiger handeln und ihre bisherigen Strategien (Entwicklung des Unternehmens über einen Zeitraum von ca. drei bis sieben Jahren) aufgeben. Wachsende Renditeansprüche ihrer Anleger forcieren dieses Verhalten zusätzlich.

Im Ergebnis beginnen die Grenzen zwischen Beteiligungsfirmen und Hedge-Fonds allmählich zu verschwimmen. Ob daraus ein nachhaltiger Trend wird, ist noch nicht abzusehen.<sup>80 81</sup>

Ein Beispiel für eine solche Entwicklung ist Sirona, die ehemaligen Dentalsparte der Siemens AG (siehe Fallbeispiel in Kapitel 5). Das Unternehmen wurde 1997 an die Beteiligungsgesellschaft Permira verkauft. Sie veräußerte Sirona 2003 für

---

<sup>75</sup> Vgl. Wissenschaftliche Dienste des Deutschen Bundestages vom 13.06.2005, Der aktuelle Begriff.

<sup>76</sup> Vgl. Die ZEIT vom 12.05.2005, S. 28.

<sup>77</sup> Vgl. Wirtschaftswoche vom 28.04.2005, S. 69.

<sup>78</sup> Vgl. Börsen-Zeitung vom 04.01.2005, S. 11.

<sup>79</sup> Vgl. Die ZEIT vom 12.05.2005, S. 28.

<sup>80</sup> Vgl. Handelsblatt vom 09.05.2005.

<sup>81</sup> Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 22.04.2005, S. 29.

420 Mio. EUR an einen Beteiligungsfonds von EQT. Anschließend wurde das Unternehmen an Madison Dearborn für 800 Mio. EUR weiterverkauft. EQT hat damit in 18 Monaten eine Rendite von rund 75 Prozent erzielt. An diesem Beispiel wird sichtbar, dass Beteiligungsgesellschaften ihre ursprüngliche Strategie in einzelnen Fällen aufgegeben haben, ein Unternehmen über einen längeren Zeitraum weiterzuentwickeln.<sup>82</sup>

Relativ neu ist auch der Trend, dass Finanzinvestoren Beteiligungen untereinander verkaufen (sogenannter Secondary bzw. Tertiary Buy Out). Problematisch im Fall von Sirona und anderen Unternehmen in ähnlicher Situation ist, dass jeder neue Investor den Erwerb wieder zum großen Teil fremdfinanziert, so dass die Belastung des Unternehmens aus dem Kapitaldienst (Zins und Tilgung) von Verkauf zu Verkauf wächst.<sup>83</sup>

### **Wirtschaftliche Entwicklung von Hedge-Fonds**

Hedge-Fonds gehören zu der am stärksten wachsenden Anlageklasse. Am weitesten verbreitet sind sie in Großbritannien und den USA. In Deutschland sind Hedge-Fonds erst seit Inkrafttreten des Investmentmodernisierungsgesetzes Anfang 2004 zum Vertrieb zugelassen.<sup>84</sup> Auch der öffentliche Vertrieb von Anteilen an ausländischen Hedge-Fonds war bis dahin durch das Auslandsinvestitionsgesetz (AuslInvG) untersagt. Den ersten von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) erlaubten Hedge-Fonds emittierte die DWS investment, Fondsgesellschaft der Deutschen Bank.<sup>85</sup>

Wegen der fehlenden Aufsicht ist eine exakte Aussage über die Zahl der an den internationalen Finanzmärkten aktiven Fonds nicht möglich. Schätzungen gehen davon aus, dass zurzeit weltweit rund 8.000 Hedge-Fonds ca. 1.000 Mrd. US-Dollar verwalten.

Zwar haben Hedge-Fonds an Zahl und verwaltetem Kapital stark zugenommen und werden voraussichtlich weiter wachsen. Aber sie stoßen immer mehr an Grenzen. In den vergangenen vier Jahren haben sie zwar eine durchschnittliche Rendite von 6,4 Prozent pro Jahr erzielt, während die Kursgewinne der im Standard & Poor's-Aktien-Index notierten Papiere nur bei zwei Prozent lagen. Mittlerweile ist die Branche aber so groß geworden, dass allein schon der starke Wettbewerb günstige Anlageoptionen einschränkt. Im April 2005 haben die Hedge-Fonds nach Berechnungen des New Yorker Beratungsunternehmens Hennessee Group 1,8 Prozent an Wert verloren; das ist der schlechteste Satz seit September 2002.<sup>86</sup>

Gefährdet sind nach verschiedenen Medienberichten insbesondere kleine Single-Hedge-Fonds. Deren Vergütung hängt im Unterschied zu klassischen Investmentfonds vom Anlageerfolg ab. Bleibt der aus, schlägt sich das negativ in der Vergütung des Fonds-Managements nieder. Einbußen erlitten vor allem Fonds, die so genannte *Convertible Arbitrage-Strategien* (auch: Wandelanleihen-Arbitrage) genutzt haben. Hier versucht der Fonds, Ineffizienzen zwischen einer Wandelanleihe

---

<sup>82</sup> Vgl. Handelsblatt vom 29./30.04.2005, S. 25.

<sup>83</sup> Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 02.05.2005, S. 19.

<sup>84</sup> Vgl. Die ZEIT vom 12.05.2005, S. 28.

<sup>85</sup> Vgl. WISU 03/05, S. 316.

<sup>86</sup> Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 12.05.2005, S. 21; vgl. weiter Handelsblatt vom 12.05.2005.

und der zugrunde liegenden Aktie eines Unternehmens auszunutzen. Nach der Herabstufung von Anleihen der US-Autobauer General Motors und Ford durch die großen Rating-Agenturen erlitten Fonds mit diesen Strategien Gewinneinbußen.

US-Notenbankchef Alan Greenspan sieht die Stabilität der Märkte durch die Aktivitäten von Hedge-Fonds nicht gefährdet, vorausgesetzt, Banken verfolgten bei der Kreditvergabe an die Gesellschaften ein vernünftiges Risikomanagement.<sup>87</sup>

Eine ähnliche Ansicht vertrat auch Dr. Edgar Meister, Vorstandsmitglied der Deutschen Bundesbank, auf dem Norddeutschen Bankentag Anfang Juli in Lüneburg: Banken, die Transaktionen mit Hedge-Fonds abwickelten, verfügten in der Regel über gute Risikomanagementsysteme, so Meister. Als positiven Effekt von Hedge-Fonds hob er hervor, dass sie Risiken übernahmen, die sonst niemand kaufen wolle, z. B. *non-performing loans* aus den Portfolios von Banken. Kritisch beurteilt der Bundesbank-Vorstand die Tatsache, dass die Gesellschaften mit hohem Leverage und in exotischen Märkten operierten. Insgesamt sei das Risiko zwar beherrschbar. Erforderlich sei aber eine international abgestimmte Verbesserung der Transparenzvorschriften.

### **Risiken von Hedge-Fonds**

Die Meinungen über die Vor- und Nachteile von Hedge-Fonds gehen auseinander. Als Argument für sie wird ins Feld geführt, dass sie Kursunterschiede an den Finanzmärkten glätten, indem sie solange bestimmte Papiere kaufen und verkaufen, bis sich die Kurse angenähert haben und auf diese Weise keine Kursgewinne mehr zu erzielen sind.

Kritiker warnen, dass Hedge-Fonds durch die mangelnde Transparenz ihrer Geschäfte Risiken für die Stabilität des Finanzsystems bergen. Nicht bekannt ist beispielsweise, welche Investoren im Einzelnen in welchen Hedge-Fonds Kapital angelegt haben.

Welche Gefahren grundsätzlich für das internationale Finanzsystem von Hedge-Fonds ausgehen können, haben einige Beispiele gezeigt. Zu nennen ist hier die Spekulation des Quantum Fonds von 1992 gegen die britische Währung, die daraufhin das Europäische Währungssystem verlassen musste. Das Fondsmanagement hatte festgestellt, dass das britische Pfund gemessen an den wirtschaftlichen Daten Großbritanniens überbewertet war und durch Eingriffe der Notenbank „künstlich“ auf diesem Niveau gehalten wurde. Daraufhin ließ sich der Quantum Fund zehn Mrd. britische Pfund und verkaufte sie am Devisenmarkt, so dass der Wechselkurs stark fiel. Damit war die Notenbank gezwungen, ihre – nunmehr wirkungslose - Intervention aufzugeben. Nachdem der Währungskurs auf den Marktpreis gefallen war, kaufte der Soros-Fonds die Währung zurück und erzielte dabei einen Gewinn von einer Mrd. britischen Pfund.

1998 folgte ein weiterer Skandal, als der von Ökonomie-Nobelpreisträgern gegründete Fonds *Long Term Capital Management (LTCM)* eine Krise an den internationalen Finanzmärkten auslöste. LTCM hatte seine Anlagestrategien mit hohem Fremdkapitaleinsatz betrieben und konnte infolge einer unerwarteten Marktentwicklung diese Mittel nicht wie geplant zurückführen. Der Fonds wurde zahlungsunfähig. Nur eine gemeinsame Aktion großer Privatbanken unter Vermittlung

---

<sup>87</sup> Vgl. Handelsblatt vom 08.06.2005, S. 108.

mehrerer Notenbanken konnte die drohenden negativen Folgen für die internationalen Finanzmärkte abwenden.<sup>88</sup>

Zu den aktuellen Eingriffen von Finanzinvestoren in die Wirtschaft gehören die Ereignisse um General Motors. Der amerikanische Finanzinvestor Kirk Kerkorian hatte im Mai 2005 etwa acht Prozent der Anteile erworben. Ziel war nach Medienberichten, das Unternehmen umzustrukturieren.

Kerkorian betonte zwar gegenüber der Börsenaufsicht SEC, dass er aktuell keine Pläne zu einer Fusion und einem damit verbundenen Personalwechsel im Management und im Verwaltungsrat hege. Doch Analysten zweifeln an dieser Aussage. Bereits Anfang der neunziger Jahre wollte Kerkorian Chrysler übernehmen.<sup>89</sup>

Bei General Motors (GM) mit ihrer Strategie gescheitert sind einige Hedge-Fonds, die auf einen sinkenden Aktienkurs des Autobauers und steigende Kurse für dessen Unternehmensanleihen spekuliert hatten. Das Gegenteil ist eingetreten.<sup>90</sup> Vielmehr wurden die GM-Anleihen von den Rating-Unternehmen auf Junk-Bond-Status („Ramschanleihe“) zurückgestuft. Übersetzt bedeutet das: Die Analysten sehen ein hohes Risiko dafür, dass die Anleger ihr Kapital nicht zurückerhalten, geschweige denn die vereinbarten Zinsen während der Laufzeit. Hedge-Fonds mit solchen Strategien erlitten hohe Verluste.

Kapitalmarktvertreter beschwichtigen immer wieder, dass sich Ereignisse wie im Falle des LTCM-Fonds kaum wiederholen dürften.<sup>91</sup> Wirklich stichhaltige Begründungen für diese These werden aber nicht angeführt. Zwar mögen Banken aus der Situation gelernt haben und ihr Risiko inzwischen breiter streuen. So betonen Vertreter von Großbanken in diesem Zusammenhang, dass sie Hedge-Fonds nur gegen Sicherheiten Kredit geben und dass ein Totalausfall daher unmöglich sei.<sup>92</sup> Diese Sicherheiten werden aber naturgemäß nicht offen gelegt, so dass sich ihre Werthaltigkeit für Außenstehende nur schwer beurteilen lässt.

Durch die inzwischen stark gewachsenen Anlagesummen spekulativer Investoren, den zunehmenden Abstraktionsgrad von Finanzmarktinstrumenten und die wachsende Verflechtung der Finanzgeschäfte und -instrumente untereinander sind erheblich stärkere Kettenreaktionen als in der Vergangenheit denkbar. Trotz dieser Risiken wurden bisher international keine wirksamen Schritte unternommen, die konkreten Praktiken, Anlageobjekte und Transaktionssummen dieser Finanzmarktakteure transparent zu machen.

Problematisch ist auch, dass die Handelsabteilungen vieler Geschäfts- und Investmentbanken die Anlagestrategien der Hedge-Fonds nachbilden. Inzwischen investieren selbst konservative Pensionsfonds in Hedge-Fonds, um höhere Renditen zu erzielen.<sup>93</sup> Auf diese Weise wächst die Gefahr, dass sich die Risiken solcher Strategien unkontrolliert entwickeln können.<sup>94</sup>

Da die Hedge-Fonds-Branche über ihre Wertpapiertransaktionen inzwischen eng mit Banken, anderen Finanzdienstleistern und Unternehmen verflochten ist, liegt die größte Gefahr für die Finanzmärkte darin, dass Verluste mehrerer großer In-

---

<sup>88</sup> Vgl. Frankfurter Rundschau vom 13.05.2005, S. 25.

<sup>89</sup> Vgl. Handelsblatt vom 11.05.2005.

<sup>90</sup> Vgl. Süddeutsche Zeitung vom 12.05.2005, S. 27.

<sup>91</sup> Vgl. Handelsblatt vom 18.05.2005, S. 25.

<sup>92</sup> Vgl. Handelsblatt vom 18.05.2005, S. 25.

<sup>93</sup> Vgl. Der Spiegel vom 02.05.2005, S. 138.

<sup>94</sup> Vgl. Handelsblatt vom 18.05.2005, S. 25.

vestoren eine Kettenreaktion auslösen und auch wirtschaftlich gesunde Unternehmen in Mitleidenschaft ziehen.

Dieses Szenario kann sowohl durch Kursentwicklungen von Wertpapieren verursacht werden, die gegenläufig zu den Spekulationen der Hedge-Fonds verlaufen, als auch durch die Hebelwirkung von kreditfinanzierten Transaktionen. Kann ein Hedge-Fonds seine Kreditverpflichtungen nicht mehr erfüllen, schafft das auch Probleme für seine Darlehensgeber. Sind die Investoren erst einmal nervös geworden, setzt ihr Rückzug eine Abwärtsspirale in Gang: Die Fonds müssen zur Bedienung ihrer Verpflichtungen Papiere verkaufen, die Kurse sinken weiter, was wiederum die Anleger zusätzliches Kapital abziehen lässt.<sup>95</sup>

### **Kurzportraits namhafter Hedge-Fonds**

International bedeutsam sind die Hedge-Fonds Quantum, Maverick Capital, MAN, Elliott und Fortress.<sup>96</sup> Beispielhaft stellen wir im Folgenden einige am deutschen Markt aktive Gesellschaften vor:<sup>97</sup>

#### *TCl – The Children's Investment*

Der britische Fonds ist in Deutschland erstmals breit bekannt geworden, als er als Anführer einer Gruppe angelsächsischer Investoren den Vorstandsvorsitzenden der Deutsche Börse AG stürzte, weil er die Strategie des Managements nicht mittragen wollte, die Londoner Börse zu kaufen. TCl war im Mai 2005 zweitgrößter Aktionär der Deutsche Börse AG mit einer Kapitalbeteiligung von 8 Prozent.

Geführt wird TCl von dem Londoner Finanzinvestor Christopher Hohn.<sup>98</sup> Der war vor Gründung seines eigenen Fonds sieben Jahre lang Portfolio-Manager für europäische Aktien bei dem Hedge-Fonds Perry Capital.

TCl verfügt über eine Kapitalausstattung von ca. vier Mrd. EUR. Der Name des Fonds rührt daher, dass Hohn Kinder in der Dritten Welt unterstützt. Für diesen Zweck führt er grundsätzlich ein halbes Prozent seiner Gewinne dorthin ab. Liegt der Gewinn des Fonds über elf Prozent, kommt noch einmal ein halbes Prozent hinzu. 2004 kamen so 17,7 Mio. US-Dollar für den guten Zweck zusammen.

Laut Hohn können sich keine Privatanleger an dem Fonds beteiligen. Die Mindestinvestments lägen zwischen 15 und 25 Mio. US-Dollar. Finanziere seien vor allem amerikanische Universitäten, Stiftungen und Versicherer. Die Bindungsfrist für Anleger betrage mindestens drei Jahre.

Hohns Strategie besteht darin, in Firmen zu investieren, die sich in einer besonderen Situation befinden, wie Liquidationen oder Fusionen.<sup>99</sup> Ohne diese Angabe selbst zu bestätigen oder zu dementieren, verweist Hohn auf den Bericht eines Wirtschaftsmagazins, das die Rendite des Fonds 2004 auf 40 Prozent schätzte.

#### *Tracinda Corporation*

Die Tracinda Corp. Holding (USA, Eigentümer Kirk Kerkorian) gehört zu den kapitalstarken Finanzinvestoren. Ihr besonderes Interesse gilt der Automobilindustrie.

---

<sup>95</sup> Vgl. Handelsblatt vom 19.05.2005, S. 11.

<sup>96</sup> Vgl. Wirtschaftswoche vom 19.05.2005, S. 51.

<sup>97</sup> Vgl. Die ZEIT vom 12.05.2005, S. 28.

<sup>98</sup> Vgl. Wirtschaftswoche vom 19.05.2005, S. 48 ff.

<sup>99</sup> Vgl. Handelsblatt vom 11.05.2005, S. 25; vgl. außerdem Handelsblatt vom 24.05.2005, S. 22, Handelsblatt vom 28.05.2005, S. 21, Frankfurt Allgemeine Zeitung vom 28.05.2005, S. 21.

Seit 1990 war sie an Chrysler beteiligt und startete 1995 einen feindlichen (erfolgslosen) Übernahmeversuch gegen den Konzern. Bei der Fusion von Chrysler und Daimler gehörte sie zu den großen Gewinnern. Zu diesem Zeitpunkt besaß sie 13,75 Prozent der Chrysler-Aktien.

2004 setzte Kerkorian eine Anfechtungsklage gegen DaimlerChrysler in Gang wegen Vortäuschung einer „Fusion unter Gleichen“, wodurch er nach eigenen Angaben Milliarden verloren habe. 2005 wurde die Klage negativ entschieden; allerdings steht ein Revisionsverfahren vor dem höchsten Gericht Amerikas noch aus. Im Mai 2005 stieg Kerkorian mit 3,9 Prozent bei General Motors ein.<sup>100</sup>

#### *Atticus*

Atticus (USA, New York). Gegründet 1995, verfügt der Fonds heute über ca. fünf Mrd. US-Dollar Kapital von reichen Privatleuten und institutionellen Investoren. Gemeinsam mit anderen Hedge-Fonds ist er an der Deutschen Börse AG beteiligt (Kapitalbeteiligung: 5,1 Prozent) und hat zusammen mit ihnen im Mai 2005 die Ablösung des Vorstandsvorsitzenden Werner Seifert betrieben. Die Gesellschaft zählt zu den Fonds, die fast keine Informationen über das eigene Geschäft publizieren. Sie verfolgt eine Event-Driven-Strategie, d. h. nutzt besondere Unternehmenslagen für sich aus.

Atticus hatte sich bei K-Mart eingekauft, bevor der Warenhauskonzern Sears die amerikanische Supermarktkette für 11,5 Mrd. US-Dollar übernahm.<sup>101</sup>

#### *Perry Partners*

Perry Capital (USA) zählt zu den größten Hedge-Fonds. Gründer ist Richard Perry, der zuvor bei Goldman Sachs beschäftigt war.

Der Fonds verwaltete 2003 über sechs Mrd. US-Dollar. Heute sollen es elf Mrd. sein. Ein kleiner Teil davon ist in Aktien des Düsseldorfer Rüstungskonzerns und Automobilzulieferers Rheinmetall investiert (Kapitalbeteiligung 6,4 Prozent). Der Fonds verfolgt eine Event driven-Strategie, d. h. er kauft sich in Unternehmen ein, die zerschlagen oder umgebaut werden könnten.

Perry Partners hat auch den Kauf des englischen Fußballklubs Manchester United durch den US-Investor Malcolm Glazer mitfinanziert.

Im schwachen Hedge-Fonds-Jahr 2004 soll der Fonds trotzdem mehr als 20 Prozent Rendite erzielt haben. Die durchschnittliche jährliche Verzinsung des Fonds innerhalb der vergangenen fünf Jahre beträgt 19,5 Prozent.<sup>102</sup>

#### *K Capital Partners*

K Capital ist in Boston (USA) ansässig. Es handelt sich um einen sehr aggressiv agierenden Fonds, der auf Event-Driven-Strategien spezialisiert ist. Im Mai 2005 verfügte er über Einlagen in Höhe von ca. 2,6 Mrd. US-Dollar.

K Capital Partners ist beteiligt an SGL Carbon (6,8 Prozent, Stand: Juni 2005) und an IWKA (6,3 Prozent). Zusammen mit dem Fonds Wyser-Pratte drängt er bei IWKA auf einen Verkauf der Sparte Verpackungsmaschinen und eine Konzentration auf die Roboter-Sparte. Vermutet wird, dass der Fonds an vielen europäischen Unternehmen Anteile besitzt.<sup>103</sup>

---

<sup>100</sup> Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 06.05.2005, S. 1.

<sup>101</sup> Vgl. Financial Times Deutschland vom 19.05.05, S. 23.

<sup>102</sup> Vgl. Financial Times Deutschland vom 19.05.05, S. 23.

<sup>103</sup> Vgl. Financial Times Deutschland vom 19.05.05, S. 23.

K Capital Partners betreibt neben dem klassischen Hedge-Fonds-Geschäft außerdem Factoring. Dabei erwirbt ein Finanzierungsinstitut (Factor) Handels- oder Waren-Forderungen von einem Dritten, der sich auf diese Weise Liquidität verschafft.

#### *Marshall Wace*

Der 1997 von Ian Wace und Paul Marshall gegründete britische Fonds ist Aktionär von SGL Carbon (Kapitalbeteiligung 6,8 Prozent, Stand: Juni 2005). Marshall Wace gilt als aggressiv operierender Fonds.

2004 verfügte er über ca. 3,5 Mrd. US-Dollar Anlagekapital. Er störte mit seinem Fonds Eureka im Januar 2005 den Kauf der österreichischen VA Tech durch Siemens. Marshall Wace war dort Großaktionär und drängte Siemens zur Abgabe eines höheren Kaufangebots, als der Konzern ursprünglich unterbreitet hatte.<sup>104</sup>

### **3.3. Real Estate Investment Trusts (REITs)**

*Real Estate Investment Trusts* (REITs, gesprochen „Riets“), sind börsennotierte Immobiliengesellschaften, die entweder selbst Grundstücke und Gebäude kaufen und bewirtschaften oder den Erwerb finanzieren. Im Unterschied zu klassischen Investmentfonds sind ihre Gewinne unter bestimmten Voraussetzungen steuerfrei. Bedingung ist z. B., dass die laufenden Einnahmen mehrheitlich aus Immobilien stammen und dass der REIT seinen Gewinn fast vollständig an die Aktionäre ausschüttet.

Eine Zulassung von REITs in Deutschland (der so genannte German REIT, G-REIT) - ist für 2006 geplant. Auch in Erwartung dieser neuen Anlageperspektive haben Investoren allein in den vergangenen eineinhalb Jahren rund 400.000 Wohnungen aus den Beständen von Unternehmen und öffentlicher Hand in Deutschland erworben. Die größten Transaktionen der Jahre 2000 bis 2005 haben wir nachfolgend zusammengestellt:

- 2000: Verkauf der *Eisenbahnerwohnungen* durch die Bundesregierung an Terra Firma; Verkaufspreis: 2,0 Mrd. EUR; 64.000 Einheiten
- 2004: Verkauf der *GSW* durch das Land Berlin an die Finanzinvestoren Cerberus Capital und Goldman Sachs; Verkaufspreis: 2,1 Mrd. EUR; 66.000 Einheiten
- 2004: Verkauf der *ThyssenKrupp Immobilien* durch den ThyssenKrupp-Konzern an die Finanzinvestoren Morgan Stanley und Corpus Immobilien; Verkaufspreis: 2,1 Mrd. EUR; 48.000 Einheiten
- 2004: Verkauf der *WCM* an den US-amerikanischen Finanzinvestor Blackstone; Verkaufspreis: 1,4 Mrd. EUR; 31.000 Einheiten
- 2004: Verkauf der *Gagfah*, Immobilientochter der Bundesversicherungsanstalt für Angestellte (BfA) an den US-amerikanischen Finanzinvestor Fortress; Verkaufspreis: 3,5 Mrd. EUR; 80.000 Einheiten.
- 2004: Verkauf von 4.500 Wohnungen aus dem Bestand des RWE-Konzerns an die Deutsche Annington
- 2005: Verkauf der *Viterra*, Tochter des E.on -Konzerns, an die Deutsche Annington Immobilien Gruppe, DAIG, (britisches Beteiligungsunternehmen)

---

<sup>104</sup> Vgl. Financial Times Deutschland vom 19.05.05, S. 23.

Terra Firma und Investmentbank Citigroup, die größter Kreditgeber und außerdem mit 17,5 Prozent an der Annington beteiligt ist); Verkaufspreis: 7 Mrd. EUR; 150.000 Einheiten

- 2005: Geplanter Verkauf der *Nileg*; vermutliche Kaufinteressenten: Terra Firma, Fortress, Morgan Stanley; 30.000 Einheiten
- 2005: Geplanter Verkauf von 5.100 Einheiten der Berliner Verkehrsbetriebe (BVG) an ausgewählte Investoren (Private Placement).

Vorbild für die in den Niederlanden, Australien, Kanada, Belgien und Japan bereits eingeführten REITs sind die US-REITs, die schon seit 1960 am Markt aktiv sind.

In den USA ursprünglich dazu geschaffen, auch einkommens- und vermögensschwachen Bevölkerungsteilen die Chance einer Immobilienanlage zu geben, kann von einem Markt für Kleinanleger längst nicht mehr die Rede sein. Die Marktkapitalisierung aller bei der amerikanischen Börsenaufsicht SEC (Securities and Exchange Commission) registrierten 180 REITs beträgt laut NAREIT, der Vereinigung der amerikanischen REIT-Industrie, fast 400 Mrd. US-Dollar.<sup>105</sup> Sie investieren mit unterschiedlichen Schwerpunkten z. B. in Wohnimmobilien, Büros, Einzelhandelsobjekte und Hotels. Das Kapital der Gesellschaften stammt vorwiegend von institutionellen Anlegern.

Forciert wird die Marktöffnung für REITs in Deutschland von Unternehmen, Investmentfonds und Verbänden. Sie haben dabei eine besondere Spielart dieser Trusts im Blick, die bereits der REIT-Industrie in den USA zum Durchbruch verholfen hat: den Up-REIT: Noch muss eine Firma in Deutschland auf den bei Veräußerung ihres Immobilienvermögens erzielten Gewinn Körperschaft- und Gewerbesteuer zahlen. Für viele Unternehmen ein Verkaufshindernis, da in ihren Bilanzen hohe stille Reserven liegen, d. h. der Unterschied zwischen dem bilanzierten und dem bei einem Verkauf tatsächlich erzielbaren Wert ist groß.

Demgegenüber können Immobilien in den USA schon jetzt steuerneutral unter das Dach eines REIT gebracht werden. Steuern zahlt der Trust erst, wenn er die Objekte wieder verkauft. Liegen dazwischen mindestens zehn Jahre, verzichtet der Staat ganz auf die Einnahme.

Bei Einführung dieses Modells in Deutschland ginge der Fiskus also leer aus. Und noch aus einem anderen Grund zögert Hans Eichel. Sein Beraterstab diskutiert derzeit, wie er die Besteuerung der großen Gruppe ausländischer Investoren sicherstellen soll, die keine Steuern in Deutschland zahlen, sondern in ihrem Heimatland. Denn nach geltendem Recht<sup>106</sup> können ausländische REITs-Investoren ihre Dividenden in Deutschland steuerfrei beziehen.

Darüber hinaus begünstigen folgende Faktoren die Einführung von REITs in Deutschland:

- *Volle Kassen:* Im Unterschied zum deutschen Finanzminister leiden Finanzinvestoren wie Fortress, Blackstone, Cerberus, Permira nicht unter der Knappheit der Mittel. Sie verfügen über viel anlagebereites Kapital, das rentierliche Ziele sucht.

---

<sup>105</sup> Vgl. Handelsblatt vom 04.05.2005, S. B 9.

<sup>106</sup> Angesprochen sind hier die Doppelbesteuerungsabkommen, durch die eine mehrfache Besteuerung von Anlegern hier und in ihrem Heimatland vermieden werden soll.

- *Ende des Aktienbooms:* Nach dem Ende des Neuen Marktes waren viele Investoren auf der Suche nach einer möglichst sicheren Anlage. Da sich Immobilien weitgehend unabhängig von den Aktien- und Rentenmärkte entwickeln, stieg ihre Attraktivität als Mittel der Risikostreuung.
- *Günstige steuerliche Rahmenbedingungen:* Durch die Unternehmenssteuerreform wurde Konzernen die Möglichkeit eröffnet, Gewinne aus dem Verkauf von Tochtergesellschaften steuerfrei zu vereinnahmen, ein Privileg, das jetzt wohl auch E.ON im Zuge des Verkaufs von Viterro genutzt hat. Da nicht betriebsnotwendige Immobilien für Industriekonzerne häufig „totes Kapital“ mit hohem Verwaltungsaufwand sind, trennen sie sich unter solchen Bedingungen gern von solchen Randaktivitäten.
- *Wachsende Bedeutung der privaten Altersvorsorge in einer alternden Gesellschaft:* In Deutschland wächst die Bedeutung von Wohnungseigentum als wichtiger Säule der privaten Altersvorsorge.

Beteiligungsgesellschaften bzw. Private Equity-Fonds investieren im Unterschied zu klassischen Immobilienfonds schwerpunktmäßig in nicht langfristig vermietete Objekte. Anders als man vermuten könnte, sind Zielobjekte häufig sogar Problemimmobilien, also Häuser mit hohem Leerstand und großem Anteil an kurzfristig auslaufenden Mietverträgen. Denn solche Häuser haben einen niedrigen Ertragswert und einen entsprechend niedrigen Kaufpreis.

Die Strategie der Fonds nach dem Kauf lässt sich ebenfalls auf eine einfache Formel bringen: Erlöse rauf, Kosten runter, und anschließend mit Gewinn aus dem Investment aussteigen. Im Immobiliengeschäft funktioniert das so:

- *Privatisierung*  
Der Käufer renoviert und modernisiert die Immobilien, um sie anschließend in Eigentumswohnungen umzuwandeln. Die Objekte werden entweder an die bisherigen Mieter oder in ganzen Paketen an andere Immobiliengesellschaften weiterverkauft. Da die Modernisierung standardisiert erfolgt, kann der Investor die Renovierung mit erheblichen Kostenvorteilen realisieren - und anschließend die Miete erhöhen.
- *Professionalisierung*  
Eine zentrale Rolle bei der Ertragsoptimierung von Immobilien spielt das professionelle Management. Fachleute sprechen vom Facility-Management („facilities“, engl: Einrichtungen). Ziel ist, Einsparpotenzial durch Senkung der Betriebskosten zu heben. Das kann sich positiv für die Mieter auswirken, wenn der Eigentümer aufgrund seiner Marktmacht günstigere Gebühren z. B. für Abfallbeseitigung, Wasser und Energie verhandelt. In der Regel gründen sich solche Maßnahmen aber nicht auf Fürsorglichkeit der Eigentümer den Mietern gegenüber, sondern auf der einfachen Erkenntnis, dass sich niedrige Nebenkosten beim Weiterverkauf günstig auf den Verkaufspreis auswirken, weil sie die Vermietungschancen erhöhen.

Doch mit Kostensenkung und Mietsteigerungen allein lassen sich die überdurchschnittlichen Renditeforderungen der Fonds zwischen 20 und 25 Prozent nicht erzielen. Der eigentliche Renditehebel ist der Leverage-Effekt. Das heißt: Anders als der Begriff Private Equity (Equity, engl.: Eigenkapital) vermuten lässt, finanzieren die Fonds die Unternehmenskäufe zum größten Teil mit Krediten. Wirft das Investment eine höhere Rendite ab, als Zinsen für den Kredit zu zahlen sind, steigt

die Verzinsung des eingesetzten Eigenkapitals mit wachsender Verschuldung. Die Rechnung geht also grundsätzlich nur in Niedrigzinsphasen auf.

Insgesamt zeichnet sich eine Bewirtschaftungs- und Bewertungspolitik der neuen Eigentümer ab, die sich konsequent an der Erzielung hoher Renditen ausrichtet. Marktexperten befürchten, dass dadurch notwendige Instandhaltungen und Modernisierungen gestreckt oder ausgesetzt und Spielräume für Mieterhöhungen maximal ausgeschöpft werden. Außerdem würden die Mieterstrukturen in Richtung besonders zahlungskräftiger Bewohner verändert.<sup>107</sup>

E.on bestätigte nach dem Verkauf seiner Immobilien-Tochter Viterra an die Deutsche Annington zwar, dass die Käufer die „freiwillige Selbstverpflichtung für mehr Mieterschutz“ zu sozialverträglichen Wohnungsprivatisierungen anerkannt haben. Dazu gehöre der Ausschluss von Eigenbedarfskündigungen für zehn Jahre, und ein Vorkaufsrecht von Mietern. Auch GSW-Chef Thomas Zinnöcker lobte, die Wohnungsverkäufe würden nach einem strengen „Privatisierungskodex“ erfolgen. Danach würden Mieter zuerst über die Verkaufsabsichten ihrer Wohnung informiert und hätten ein generelles Vorkaufsrecht. In beiden Fällen heben die Manager allerdings als besondere Zugeständnisse hervor, was geltendes deutsches Mietrecht ist.

Erkennbar wird auch der Trend, öffentliches Immobilienvermögen zu veräußern. Dabei sind gerade diese Verkäufe ein zweischneidiges Schwert: Die kurzfristige Freude über den Liquiditätszufluss sowie die Entlastung der Haushalte von Renovierungs- und Instandhaltungsaufwand wird teuer erkaufte mit dem Verlust von wohnungspolitischem Handlungsspielraum. Wenn durch Verknappung des Angebotes und Konzentration des Wohnungsmarktes in den Händen weniger Investoren die Marktmieten steigen, schlagen sich die Kosten in Form höherer Wohngeldzuschüsse für einkommensschwache Mieter langfristig doch wieder in den öffentlichen Haushalten nieder.

Zwar wird diese Entwicklung den Wohnungsmarkt nicht in der Breite erfassen; dafür verschärft der Wegfall von Schonraum für ärmere Mieterschichten die Lage in Ballungszentren wie München, Hamburg, Düsseldorf und Berlin umso mehr. Viterra z. B. ist vor allem an den teuren Standorten Rhein-Main, Berlin, München und Düsseldorf vertreten. Marktexperten befürchten, dass sich dadurch die gesamte öffentliche Infrastruktur ändern wird.<sup>108</sup> Denn zu den Investitionsobjekten von REITs, die außerhalb Deutschlands bereits aktiv sind, gehören auch Schulen, Krankenhäuser und Sportanlagen.

---

<sup>107</sup> Vgl. Die Welt vom 13.01.2003, S. 19.

<sup>108</sup> Vgl. Financial Times Deutschland vom 20.07.2004, S. 10.

## 4. Die Investitionsstrategien

### Einführung

Klassischerweise erwirbt eine Beteiligungsgesellschaft Anteile an einem Unternehmen (z. B. Aktien, GmbH-Anteile, Kommanditanteile, stille Beteiligungen), d. h. sie wird Gesellschafterin. Nach der *Perspektive* für die erworbenen Unternehmen können dabei zwei verschiedene Investitionsstrategien unterschieden werden:

- *Weiterentwicklung* des Unternehmens zur Steigerung des Unternehmenswertes, wobei schon zu Beginn des Investments die Entscheidung feststeht, dass der Investor mittelfristig wieder aus dem Engagement aussteigen will (*Exit*). Dafür ist oft ein Börsengang (*IPO*, engl.: Initial Public Offering) vorgesehen.
- *Zerschlagung* eines übernommenen Unternehmens durch Verkauf von Teilbereichen oder einzelnen Wirtschaftsgütern (*Asset Stripping*). Diese Finanzinvestoren werden häufig auch als „Raider“ (engl.: Räuber, Plünderer) oder „Vulture funds“ (engl.: Geier-Fonds) bezeichnet, da sie in insolvente oder insolvenzreife Unternehmen investieren und das noch veräußerbare Vermögen verwerten. Im Unterschied zu den klassischen Private Equity-Fonds sind diese Investoren nicht am Einfluss auf das operative Geschäft interessiert.

Der Eintritt eines solchen Fonds ins Unternehmen läuft oft über den Forderungserwerb von Gläubigern. Dabei zahlt der Investor dem Forderungsverkäufer nicht die volle Forderungssumme, sondern nur einen Abschlag von z. B. 40 Prozent. Erträge generieren die Fonds hier aus der Verzinsung der erworbenen Forderungen und/oder aus ihrer Weiterveräußerung zu einem Preis oberhalb des eigenen Erwerbspreises.

Eine andere Variante besteht darin, dass die Käufer versuchen, ihre Forderungen in eine Beteiligung umzuwandeln, d. h. eine Gesellschafterstellung zu erlangen. Anschließend werden die Unternehmensanteile an Dritte weiterveräußert.

Bekannte Fonds dieser Anlegerkategorie sind US-amerikanische Firmen wie Cerberus, Citadel, Oaktree, Lone Star und Apollo. Bei der Restrukturierung werden sie häufig von auf dieses Geschäft spezialisierten Banken unterstützt.<sup>109</sup>

Medienberichte gehen davon aus, dass allein in den Bilanzen deutscher Banken sanierungsbedürftige Kredite im Umfang von 300 Mrd. EUR stehen.<sup>110</sup>

Außerdem können die Fonds auch nach dem *Entwicklungsphase* des Unternehmens eingeordnet werden, in der die Beteiligungskapitalgeber in die Gesellschaft einsteigen. Hier unterscheidet man:

- *Early stage-Finanzierungen*: Finanzierung der Frühphase eines Unternehmens (auch: Start up- oder Seed-Finanzierungen). In dieser Phase verfügen die Unternehmen häufig noch nicht über ausreichend Kapital für die zum Aufbau ihres Geschäftes erforderlichen Investitionen.

und

---

<sup>109</sup> Vgl. Die ZEIT vom 12.05.2005, S. 28.

<sup>110</sup> Vgl. Die ZEIT vom 12.05.2005, S. 28.

- *Later stage-Finanzierungen*: Finanzierung von Expansionen oder der strategischen Neuausrichtung eines Unternehmens. Charakteristisch ist, dass das Unternehmen die Gewinnschwelle bereits erreicht hat und Beteiligungskapital für die Ausweitung/Änderung der Geschäftstätigkeit benötigt.

Weiterhin kann man Beteiligungsgesellschaften nach der *Struktur* des für den Unternehmens- bzw. Beteiligungserwerb eingesetzten *Kapitals* unterscheiden:

- *Leveraged Buy Out (LBO)*: Unter einem LBO versteht man eine spezifische Investitionsform, bei der zur Finanzierung eines Unternehmenskaufs ein möglichst hoher Anteil an Fremd- und wenig Eigenkapital eingesetzt wird. Typischerweise läuft ein LBO in drei Schritten ab: 1. Die Investoren gründen eine Gesellschaft, die das Fremdkapital zum Erwerb der Anteile an der Zielgesellschaft aufnimmt. 2. Die Investoren erwerben die Zielgesellschaft. 3. Die Zielgesellschaft wird mit der neu gegründeten Gesellschaft verschmolzen. Zweck dieses mehrstufigen Erwerbsprozesses ist, den Kreditgebern die Sicherungsrechte an den Vermögensgegenständen der Zielgesellschaft zu verschaffen.

Buy Out-Fonds kaufen Unternehmenssparten oder mittelständische Unternehmen und restrukturieren sie. Ziel ist, den dabei geschaffenen Mehrwert durch den anschließenden Verkauf des Unternehmens an einen industriellen Erwerber oder andere Finanzinvestoren zu realisieren.<sup>111</sup> Den Kauf des Unternehmens finanziert der Erwerber in der Regel nur zu einem geringen Teil aus Eigenkapital, mehrheitlich also mit Hilfe von Krediten. Dadurch kann er sich den so genannten *Leverage-Effekt* zunutze machen: Kostet der Kredit den Investor weniger, als er durch den späteren Unternehmensverkauf an Gewinn erzielt, lohnt sich die Kreditaufnahme. Allerdings besteht auch das Risiko eines Verlustes, wenn die Fremdkapitalkosten den Gewinn übersteigen.

Da Private Equity-Firmen auch Eigenkapital aus den von ihnen erworbenen Unternehmen im Austausch gegen Kredite entnehmen, um ihre eigenen Investoren und Fonds-Manager zu bedienen (siehe Celanese), ist das Risiko einer Eigenkapitalauszehrung für das erworbene Unternehmen groß. Am Ende der Umfinanzierung haben die Beteiligungsgesellschaften häufig ihre eingesetzten Mittel refinanziert, d. h. bereits vor einem weiteren Verkauf oder Börsengang zurückerhalten.

Außerdem werden für den Schuldendienst Liquidität und Ertragskraft verbraucht, die für die Weiterentwicklung des Unternehmens nicht mehr zur Verfügung stehen. Diese Gefahr wächst nochmals deutlich nach einem - häufig ebenfalls kreditfinanzierten - Weiterverkauf des Unternehmens, bei dem zusätzliche Teile des Cash flow für die Tilgung von Schulden verbraucht werden. Neben dieser Belastung durch den Kapitalsdienst muss das erworbene Unternehmen häufig zur Besicherung des Fremdkapitals Betriebsvermögen verpfänden.

Banken, die Geld für kreditfinanzierte Übernahmen bereitstellen, vergeben zunehmend so genannte *second-lien loans*. Das sind nachrangige Darlehen, die im Falle der Zahlungsunfähigkeit des Unternehmens erst nach der Tilgung von Verbindlichkeiten anderer Gläubiger bedient werden, den

---

<sup>111</sup> Vgl. Handelsblatt vom 12.05.2005, S. 23.

Gläubigern im Gegenzug aber auch eine höhere Verzinsung bieten. Dadurch kann die Beteiligungsgesellschaft im Vergleich zu erstrangigen Krediten höhere Renditen erzielen.<sup>112</sup>

- *Vollständig durch Eigenkapital finanzierter Unternehmens- bzw. Beteiligungserwerb.* Auch diese Variante ist theoretisch möglich. Aufgrund der Kostenvorteile von Fremdkapital gegenüber Eigenkapital werden solche Transaktionen insbesondere in Niedrigzinsphasen immer seltener.

Schließlich kann man Beteiligungskapital nach dem *Zweck bzw. Finanzierungserfordernis* einordnen, zu dem es im Unternehmen eingesetzt werden soll. Dementsprechend unterscheidet man:

- *Seed-Finanzierung*  
Weiterentwicklung und Umsetzung von Innovationen, u. U. bis zur Erstellung eines Prototyps
- *Start up-Finanzierung*  
Finanzierung von Unternehmensgründungen und Unternehmen im Aufbau
- *Expansion*  
Finanzierung von Erweiterungsinvestitionen
- *Turnaround*  
Bereitstellung von Kapital in Unternehmenskrisen zum Zwecke der Konsolidierung und Sanierung des Unternehmens
- *Bridge-Finanzierung*  
Finanzierung zur Vorbereitung eines Börsengangs
- *Management Buy Out (MBO) und Management Buy In (MBI)*  
Mit Buy Outs bezeichnet man das Herauskaufen von Konzernteilen und die Übernahme von (oft mittelständischen) Unternehmen, bei denen die Finanzinvestoren mit dem bestehenden Management oder unternehmensexternen Unternehmern zusammenarbeiten. Die Ausgliederungen von Geschäftsbereichen aus einem Unternehmen bezeichnet man allgemein auch als „Spin-off“. Eine Unternehmensübernahme durch das bestehende Management heißt MBO, die Unternehmensübernahme durch ein unternehmensexternes Management bezeichnet man als MBI.

---

<sup>112</sup> Vgl. Handelsblatt vom 12.05.2005, S. 23.

## 5. Fallbeispiele

### 5.1. A.T.U. – Autoteile Unger – Geschäftsausweitung, Schaffung neuer Arbeitsplätze, hohe Verschuldung

Autoteile Unger (A.T.U.) ist eine in Deutschland breit vertretene Autowerkstättenkette. A.T.U. wird in der Presse als besonders positives Beispiel für die Aktivitäten von Finanzinvestoren herausgestellt. Seit dem Kauf durch die Beteiligungsgesellschaft KKR seien 2.500 Arbeitsplätze geschaffen worden.

Im Mai 2005 beschäftigte die Kette rund 12.000 Mitarbeiter und hat seit dem Einstieg mehrerer Private-Equity-Firmen die Zahl ihrer Filialen von 390 auf 504 erhöht. Unternehmensziel ist, die Zahl der Filialen in Deutschland bis zum Jahre 2009 auf 600 zu vermehren und darüber hinaus im Ausland zu expandieren.

Der Weg zur Aufnahme von Beteiligungskapital begann damit, dass Unternehmensgründer Peter Unger die A.T.U. 2002 an die Beteiligungsgesellschaft Doughty Hanson verkaufte, weil er keinen Nachfolger fand. Sie versuchte zwei Jahre lang vergeblich, das Unternehmen an die Börse zu bringen. Das Vorhaben scheiterte, weil sich die Renditeerwartungen von Doughty Hanson auf diesem Wege nicht realisieren ließen, so jedenfalls die Darstellung in den Medien. Gerechnet wurde mit einem Erlös aus dem Börsengang von rund 1,2 bis 1,3 Mrd. EUR.

Mehr als die Börse bot das Beteiligungsunternehmen KKR. Für 1,45 Mrd. EUR wechselte das Unternehmen unmittelbar nach dem geplatzten Börsengang in das Portfolio des Investors. Experten halten diesen Preis für hoch. KKR hatte im Mai 2005 einen Anteil von 80 Prozent an A.T.U. gehalten. Die neuen Eigentümer konzentrierten sich auf die Weiterentwicklung des Unternehmens. Mit Erfolg: 2004 wurde das beste operative Ergebnis in der Firmengeschichte erzielt. Die um die einmaligen Transaktionskosten bereinigte Gewinngröße EBITDA betrug 166 Mio. EUR.

Doch der Eigentümerwechsel hinterließ Spuren bei A.T.U. Da das Unternehmen zwischen mehreren Beteiligungsgesellschaften weitergereicht wurde, schnellte der Verschuldungsgrad in die Höhe. Ende 2004 betragen die Finanzschulden bei einem Umsatz von 1,24 Mrd. EUR 894 Mio. EUR, im Vergleich zu 490 Mio. EUR am Ende des Vorjahres. KKR wehrt sich allerdings vehement gegen den Vorwurf, das Unternehmen „ausgeblutet“ zu haben. „Ein völlig ausgequetschtes Unternehmen könnten wir gar nicht mehr verkaufen, das nimmt uns keiner ab“, sagt Johannes Huth, der Deutschland-Chef von KKR. Der Investor beabsichtigt, A.T.U. international auszurichten und das Unternehmen in zwei bis sieben Jahren - die Berichterstattung in den Medien macht hierzu unterschiedliche Angaben - an die Börse zu bringen.

Das Handelsblatt resümiert, das Unternehmen profitiere von der Branchenerfahrung der Amerikaner, die in den USA den größten Autoteile-Händler *Autozone* an die Börse gebracht haben. Außerdem verfüge KKR über großen Sachverstand im Controlling und verlange keine Dividendenausschüttung. Die Zeitschrift *Finance* sieht allerdings auch große Risiken: Der Cash flow werde immer wieder durch den Kapitaldienst für die Schulden aufgezehrt, das rasante Wachstum sei nicht durch-

zuhalten, die Konkurrenz werde wachsen, und nicht alle Filialen arbeiteten rentabel.<sup>113</sup>

## **5.2. Wincor Nixdorf – Neue Arbeitsplätze, erfolgreicher Börsengang, Abbau der hohen Verschuldung**

Wincor Nixdorf stellt Geldausgabe- und Kassensysteme für den Handel und den Finanzdienstleistungssektor her. Das Unternehmen teilt sich den Weltmarkt mit NCR, Diebold (Banken) und IBM (Handel). Der Produzent ist in 90 Ländern vertreten, davon in 32 mit eigenen Aktiengesellschaften.

Bis 1999 war der Konzern eine Sparte des Siemens-Konzerns. Siemens veräußerte sie an die amerikanischen Investoren KKR und Goldman Sachs. Ein Drittel des Kaufpreises von 1,44 Mrd. DM bezahlten die Investoren aus ihren Fonds, zwei Drittel aus Bankkrediten, die Wincor Nixdorf übernehmen musste.

Seit dem Erwerb durch einen Finanzinvestor hat das Unternehmen 3.200 Beschäftigte eingestellt, davon allein 1.000 in Deutschland. 2004 brachte KKR das Unternehmen erfolgreich an die Börse. Seit September 2004 notiert der Konzern im MDAX. Seit Anfang 2005 befindet sich der größte Teil der Aktien im Streubesitz. Vier Fondsgesellschaften besitzen jeweils knapp über fünf Prozent der Anteile.

Der Vorstandsvorsitzende, Karl Stiller, betont, dass sich der Investor niemals in das Tagesgeschäft eingemischt habe. Die Verschuldung sei tragbar gewesen, die Expansion der Firma nicht behindert worden. In den ersten vier Jahren sei kein Geld aus der Firma entnommen worden.

Wincor Nixdorf verfügt über eine Eigenkapitalquote von 18 Prozent. Die Verschuldung war nach der Übernahme durch die beiden Investoren auf 516 Mio. EUR gewachsen. Sie betrug im Mai 2005 noch 180 Mio. EUR und soll in kurzer Zeit auf 150 Mio. EUR verringert werden. Jeweils die Hälfte des Nettogewinns pro Jahr soll als Dividende ausgeschüttet werden.<sup>114</sup>

## **5.3. Celanese – Schaffung eines Großkonzerns, Stärkung des Kerngeschäftes**

1987 erwarb das deutsche Chemie-Unternehmen Hoechst AG den US-amerikanischen Vorgänger von Celanese und brachte ihn 1999 an die Frankfurter Börse. 2004 erfolgte die Übernahme durch Blackstone für 3,1 Mrd. EUR. Der Investor nahm das Unternehmen 2005 wieder von der US-Börse. Zusammen mit weiteren Zukäufen schmiedete Blackstone daraus einen Chemie-Großkonzern. Inzwischen verfügt das Unternehmen weltweit über 29 Standorte.

Mit Hilfe von Blackstone hat Celanese für rund 400 Mio. EUR den Wettbewerber Acetex gekauft. Acetex produziert in vier früheren Rhône-Poulenc-Werken in Frankreich und Spanien. Celanese konnte so seine Produktionsbasis in Europa erheblich erweitern.

---

<sup>113</sup> Vgl. Finance 09/2004, S. 28 f.; vgl. auch Börsen-Zeitung vom 14.10.2004, S. 17; Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 02.05.2005, S. 13; Handelsblatt vom 06.05.2005, S. 3.

<sup>114</sup> Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 02.05.2005, S. 13; vgl. weitere Börsen-Zeitung vom 18.05.2005, S. 11.

Außerdem hatte das Unternehmen einen Teil der britischen ICI für 170 Mio. EUR hinzugekauft. Beide Akquisitionen ergänzen auch die Kunststoffsparte Ticona, mit der Celanese 17 Prozent des Umsatzes erwirtschaftet. Diese Sparte gehört weltweit zu den wenigen, die in der Lage sind, neue Kunststoffe am Markt einzuführen.

Die besondere Stärke des Unternehmens liegt in der Essigsäure-Chemie, aus der beispielsweise Autoteile, Medikamente, Plastikflaschen und Zigarettenfilter hergestellt werden. Dass Blackstone Celanese bereits nach elf Monaten in den USA an die Börse brachte, fügt sich ins Bild eines immer kurzfristigeren Anlagehorizonts von Beteiligungsgesellschaften.

Celanese, sprich Blackstone, will bei Erreichen eines Anteils von 95 Prozent an der deutschen Celanese AG dieses Tochterunternehmen delisten, d. h. von der Börse nehmen. Blackstone hat für den Streubesitz ein Abfindungsangebot von 41,92 EUR pro Celanese AG-Aktie gemacht; der Börsenkurs liegt jedoch Mitte Mai 2005 mit ca. 48 EUR oberhalb dieses Angebotes.

Das New Yorker Investitionsmanagement-Unternehmen Paulson & Co. hält direkt und indirekt 11,4 Prozent der Celanese AG-Aktien. Es geht juristisch gegen das Angebot von Blackstone vor und sieht den wahren Wert der Aktie bei 72,86 EUR. Blackstone will unverändert Alleingesellschafter der Celanese AG werden. Allerdings liegt der Streubesitzanteil noch bei 16 Prozent.

Dabei ist Blackstone dem Ziel einer weitgehenden Kontrolle der Celanese mit geschickten Strategien schon näher gerückt: Der Konzern wurde so umgebaut, dass die AG zu einem Anhängsel degradiert wurde. Blackstone gründete das Amerika-Geschäft, das etwa die Hälfte des Konzernumsatzes erwirtschaftet, in eine amerikanische Blackstone-Gesellschaft aus. Über diese und die verbleibende Celanese AG wurde schließlich die neue Celanese Corp. als Holding gestellt. Diese Holding wiederum wurde im Januar 2005 überraschend an die Börse gebracht. Blackstone verkaufte dort rund 38 Prozent der Anteile für 1,2 Mrd. US-Dollar.

Seitdem sind zwei Celanese-Gesellschaften börsennotiert, und die in Kronberg ansässige AG ist heute nur noch für das Europa-Geschäft zuständig. Das Amerika-Geschäft der AG wurde für den - gemessen am anteiligen Celanese-Konzernumsatz von 50 Prozent - augenscheinlich sehr geringen Preis von 290 Mio. EUR verkauft.

Umsatz und Gewinn des Gesamtkonzerns sind im letzten Quartal 2004 deutlich gewachsen. Trotzdem geriet die Celanese AG im ersten Quartal 2005 in die Verlustzone.<sup>115</sup>

#### **5.4. Symrise – Schöpfung eines Weltmarktunternehmens**

2002 hat die schwedische Beteiligungsgesellschaft EQT zwei deutsche Duft- und Geschmackstoffhersteller gekauft: das niedersächsische Familienunternehmen Dragoco (Holzminden) und die Bayer-Tochter Haarmann & Reimer. Anschließend fusionierte EQT die beiden Unternehmen zum neuen Konzern Symrise.

Durch seine Größe schloss das fusionierte Unternehmen zu den drei ausländischen Branchenführern auf. Im Herbst 2004 vereinbarten Eigentümer, Manage-

---

<sup>115</sup> Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 02.05.2005, S. 19; vgl. weitere Handelsblatt vom 04./05.05.2005, S. 18; Börsen-Zeitung vom 17.05.2005, S. 12; Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 17.05.2005, S. 17; Börsen-Zeitung vom 24.05.2005, S. 11.

ment, Betriebsrat, Gewerkschaften und Landesregierung ein Sparpaket, um die Wettbewerbsfähigkeit zu verbessern. Die Arbeitszeit wurde auf 40 Wochenstunden ohne Lohnausgleich heraufgesetzt. Alle Mitarbeiter inklusive der Geschäftsführung verzichteten für zwei Jahre auf Lohnerhöhungen. EQT will Symrise frühestens 2007 im Wege eines Börsenganges verkaufen.<sup>116</sup>

## **5.5. Viterra – Größte Transaktion bisher, hoher Kaufpreis, extremes Risiko**

Die Deutsche Annington, Tochter der britischen Beteiligungsgesellschaft Terra Firma, hat im Mai 2005 für sieben Mrd. EUR die Immobilienochter Viterra mit einem Bestand von 150.000 Wohnungen aus dem Anteilsbesitz des Energiekonzerns E.on erworben. Durch diese Transaktion wurde Viterra mit einem Schlag zur größten deutschen Immobiliengesellschaft. Sie besitzt hier zu Lande nun 230.000 Wohnungen.

E.on erzielte durch den Verkauf einen Gewinn von 2,4 Mrd. EUR. Im Kaufpreis waren drei Mrd. EUR für die Übernahme der Nettoschulden und Rückstellungen enthalten, die übrigen vier Mrd. EUR entfielen auf den Erwerb des Eigenkapitals. Nach Angaben der Financial Times Deutschland war der Kauf zu 90 Prozent fremdfinanziert. Die Kredite stellte die Citigroup-Bankgesellschaft zur Verfügung. Im Rahmen dieses Geschäftes hat sie über ihre Tochter Citigroup Property Investors eine Minderheitsbeteiligung an der Annington erworben. In Finanzkreisen wurde dieser Anteil auf 17,5 Prozent geschätzt. Offiziell hieß es, die Citigroup werde das Wachstum der Annington gemeinsam mit Terra Firma unterstützen.

Für Viterra hatten sich auch die Finanzinvestoren Fortress und Cerberus interessiert. Sie boten aber nur 6 Mrd. EUR. Terra Firma/Deutsche Annington konnte offenbar deswegen ein so hohes Angebot machen, weil die Investmentbank Citigroup die Fremdfinanzierung zu relativ günstigen Konditionen organisiert hatte.<sup>117</sup>

Die Strategie von Beteiligungsfirmen wie Terra Firma, die auf den Erwerb von Wohnimmobilien spezialisiert sind, besteht im Weiterverkauf der Wohnungen, einzeln oder in kleineren Paketen. Die Deutsche Annington versicherte, die Wohnungen zunächst Mietern aus dem jeweiligen Siedlungsbereich zum Kauf anzubieten. Beim Kauf durch einen Dritten soll der Mieter einen Schutz vor einer Eigenbedarfskündigung von zehn Jahren erhalten. Hat der Mieter das 65. Lebensjahr bereits vollendet, steht ihm angabegemäß ein lebenslanges Wohnrecht zu. Diese vertraglich vereinbarten Bedingungen entsprechen weitgehend den im deutschen Mietrecht vereinbarten sozialen Mindeststandards.

Der Kauf von Viterra ist mit hohen Risiken behaftet. Viele Wohnungen liegen in strukturschwachen Gebieten von Dortmund, Bochum, Witten und Essen. Ein Experte vor Ort sagte, die Mieter überlegten sich sehr genau, eine Wohnung zu kaufen, auf der sie später vielleicht sitzen bleiben. Die Mieterprivatisierung ist aber das wichtigste Standbein im Geschäftsmodell von Terra Firma. Für die Beteiligungsgesellschaft bedeutet der Kaufpreis von 7 Mrd. EUR einen Preis von 700 EUR pro Quadratmeter. Experten bezweifeln, dass sich auf dieser Grundlage jemals eine Rendite von 20 bis 25 Prozent auf das eingesetzte Eigenkapital erzielen lässt.

---

<sup>116</sup> Vgl. Wirtschaftswoche vom 28.04.2005, S. 66; vgl. auch Handelsblatt vom 30.05.2005, S. 26.

<sup>117</sup> Vgl. Handelsblatt vom 18.05.2005, S. 13; vgl. auch Börsen-Zeitung vom 18.05.2005; Financial Times Deutschland vom 19.05.2005, S. 22.

Terra Firma hingegen geht von einem großen Kreis potenzieller Käufern aus. Eine solche Anlage sei inflationssicher und Deutschland habe mit einer Wohneigentumsquote von 43 Prozent gegenüber anderen Ländern, wie Frankreich (57 Prozent) und Spanien (85 Prozent) noch einen großen Nachholbedarf.

Die Deutsche Bank sieht in dem Portfolio viele unverkäufliche Objekte, verbunden mit der Gefahr, dass nach Verkäufen vieler guter Objekte ein unattraktiver Restbestand entstehe. Auch prognostiziert das Geldhaus vor dem Hintergrund der aktuellen Konjunktur große Kaufzurückhaltung bei potenziellen Interessenten. Negative Beispiele gibt es bereits: Im Dortmunder Stadtteil Eving standen achtstöckige Wohnhäuser zu einem Drittel leer. Viterra verkaufte sie an den Finanzinvestor Mira weiter. Seitdem finden dort keine Investitionen mehr statt, und die Finanzinvestoren kümmern sich nicht um das Wohnumfeld. Auch bei kleineren Mehrfamilienhäusern der gleichen Siedlung erwiesen sich viele Einheiten bisher als nicht verkäuflich.

Auch für die Verkäuferin der Wohnungen, E.on, hat das gewinnträchtige Geschäft offenbar noch Folgen: Denn die Aktionäre wollen über Sonderausschüttungen an diesem Erfolg beteiligt werden. Dagegen plant der E.on-Vorstandsvorsitzende, Wulf Bernotat, die Milliarden für Investitionen einzusetzen. Beobachter gehen aber davon aus, dass sich der Vorstand den Wünschen seiner Investoren beugen wird. Wie am Fall der Deutsche Börse AG wird auch hier deutlich, dass sich deutsche Manager offenbar künftig auf Anteilseigner einrichten müssen, die auf die Durchführung einer Strategie wesentlich mehr Einfluss nehmen wollen als bisher üblich.<sup>118</sup>

## **5.6. MTU Air Engines – Erfolgreicher Börsengang, hohe Verschuldung, unsichere Zukunft**

Ende 2003 verkaufte DaimlerChrysler den Flugzeugtriebwerkzulieferer MTU Air Engines für 1,45 Mrd. Dollar an die große amerikanische Beteiligungsgesellschaft KKR. Unter den Kreditgebern der Finanzierung war auch DaimlerChrysler mit 200 Mio. EUR.

Das Unternehmen, bisher in der Rechtsform einer GmbH geführt, wurde in eine AG umgewandelt und im Juni 2005, also bereits anderthalb Jahre nach dem Erwerb durch KKR, an die Börse gebracht. Der Chef von KKR Deutschland, Johannes Huth, hatte ursprünglich einen längeren Zeitraum für den Börsengang eingeplant.

Der Unternehmenswert betrug im Mai 2005 rund 2,4 Mrd. EUR. Über den Börsengang wurden durch den Verkauf alter Aktien und eine Kapitalerhöhung knapp 800 Mio. EUR erzielt. Experten lobten die kluge Vorgehensweise bei der Börsenplatzierung. Durchgeführt wurde ein Bookbuilding-Verfahren mit einer Preisspanne zwischen 19 und 22 EUR. Die Preisspanne wurde mit einem tatsächlichen Ausgabepreis von 21 EUR nicht ganz ausgenutzt. Bereits am ersten Tag nach dem Börsengang lag der Kurs jedoch über dem Ausgabepreis.

Vor dem Börsengang erklärte KKR, dass ein großer Teil des Erlöses aus der Kapitalerhöhung dem Unternehmen zufließen werde. 250 bis 300 Mio. EUR des Emissionsvolumens aus einem Börsengang sollen für die weitere Entschuldung von MTU eingesetzt werden.

---

<sup>118</sup> Vgl. Die ZEIT vom 23.06.2005, S. 22.

Die Deutsche Schutzgemeinschaft für Wertpapierbesitz (DSW) kritisierte demgegenüber, dass der größte Teil der Einnahmen des Börsenganges an die Beteiligungsunternehmen abflösse und dem Unternehmen nicht für Investitionen zur Verfügung ständen. Mit fast 30 Prozent jährlich ist die durch den Börsengang erzielte Rendite des Investors sehr hoch. Der KKR-Anteil an MTU sank im Zuge dieser Transaktion von 92 auf 29,3 Prozent.

MTU-Geschäftsführer Udo Stark betonte vor dem Börsengang immer wieder, dass nicht an der Zukunft des Unternehmens gespart werde. In 2004 seien 234 Mio. EUR in Forschung und Entwicklung investiert worden, davon 99 Prozent in Deutschland – was ein neuer Rekord sei.

MTU hat seit 2003 rund 1.000 Arbeitsplätze abgebaut. Die Verringerung der Beschäftigtenzahl trotz gesteigerter Produktivität wurde mit der Schwäche des Dollars begründet. Die Entscheidung dazu fiel, so die Presse, bereits vor dem Verkauf an KKR.

Das Unternehmen erzielte 2004 einen Umsatz von knapp zwei Mrd. EUR. Die Perspektiven sind nach eigener Angabe des Unternehmens positiv. Branchenkenner meinen hingegen, dass MTU langfristig gesehen kein viel versprechendes Investment ist. Das Triebwerkgeschäft unterliegt extremen Schwankungen. Üblich sind große Entwicklungsvorleistungen, die sich erst viele Jahre später amortisieren. An den Triebwerken verdienen die Hersteller fast nichts; die Gewinne werden mit Wartungsverträgen und der Lieferung von Ersatzteilen erzielt.

Trotzdem hat MTU die Kosten für die Entwicklung von 227 Mio. im Jahre 2003 auf unter 100 Mio. in 2005 gesenkt. Zurzeit profitiert das Unternehmen noch von den Vorleistungen der vergangenen Jahre. In einigen Jahren aber werden mit hoher Wahrscheinlichkeit negative Effekte eintreten. Umsatz und Gewinn stiegen zwar im ersten Quartal 2005 deutlich, allerdings auch deswegen, weil die Ausgaben für Forschung und Entwicklung von 56 Mio. EUR im ersten Quartal 2004 auf 32 Mio. EUR im Vergleichsquartal des Folgejahres gesenkt wurden.

Das Managermagazin berichtet, dass Udo Stark in seiner Funktion als Vorstand bei seinen vorherigen Arbeitgebern, Agiv und mg technologies, für sich hohe Gehälter, Prämien und Abfindungen ausgehandelt hat. Die Zeitschrift kommt zu dem Schluss, dass die finanziellen Interessen der beiden Partner, KKR und Stark, bei dem jetzigen Geschäft sehr gut zusammenpassen.

Durch die Fremdfinanzierung des Erwerbs hat KKR dem Unternehmen hohe Schulden aufgebürdet. Nach Abzug des Kapitaldienstes blieb für 2004 trotz eines Betriebsgewinns von 81 Mio. EUR nur ein mageres Nettoergebnis von 200.000 EUR. Allerdings konnte das Unternehmen aus dem hohen Cash flow Bankschulden tilgen, die sich innerhalb von 15 Monaten um 330 Mio. auf 55 Mio. EUR verringerten. Die Finanzschulden sanken in 2004 von 930 auf 838 EUR und betragen Ende März 2005 nur noch 621 Mio. EUR. Das Unternehmen macht zurzeit einen Umsatz von 1,9 Mrd. EUR.<sup>119</sup>

---

<sup>119</sup> Vgl. Managermagazin 5/2005, S. 119 f.; vgl. weiter Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 03.05.2005, S. 16; Handelsblatt vom 10.05.2005, S. 1 und S. 29; Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 11.05.2005, S. 16; Handelsblatt vom 11.05.2005, S. 21; Süddeutsche Zeitung vom 11.05.2005, S. 22; Handelsblatt vom 25.05.2005, S. 37; Handelsblatt vom 01.06.2005, S. 35; Handelsblatt vom 03.06.2005, S. 31; Süddeutsche Zeitung vom 04./05.06.2005, S. 29; Handelsblatt vom 06.06.2005, S. 21; Süddeutsche Zeitung vom 07.06.2005, S. 23 und S. 30.

## **5.7. Grohe – Internationalisierung, umfangreicher Stellenabbau, hohe Verschuldung**

Grohe, weltweit führender Hersteller von Badarmaturen, produziert vorwiegend im sauerländischen Hemer. Im Juni 2005 beschäftigte das Unternehmen 5.870 Arbeitnehmer, davon 4.300 in Deutschland.<sup>120</sup>

1999 wurde das Unternehmen von der Beteiligungsgesellschaft BC Partners für 900 Mio. EUR gekauft. Sie nahm das Unternehmen von der Börse und setzte in der Folge eine Internationalisierung des Vertriebes durch. Brancheninsider attestieren der BC gute Arbeit, vor allem, was die internationale Ausrichtung des Geschäfts anbelangt. Grohes Auslandsanteil am Umsatz erhöhte sich von 64,3 Prozent im Jahr 1999 auf zuletzt 80 Prozent. Über die Ausweitung des Umsatzes außerhalb von Deutschland konnte trotz eines schrumpfenden Inlandsgeschäftes ein höherer Umsatz erzielt werden.

Im Sommer 2004 verkaufte BC Partners Grohe an die Texas Pacific Group (TPG) und die Credit Suisse First Boston Private Equity (CSFB). Der in den Medien gehandelte Kaufpreis schwankt zwischen 1,5 Mrd. EUR und 1,8 Mrd. EUR. Die neuen Eigentümer zahlten 825 Mio. EUR für das Reinvermögen der Gesellschaft und übernahmen 760 Mio. EUR Schulden.<sup>121</sup> Bei einem Verkauf über die Börse oder an einen strategischen Käufer aus der Industrie hätte BC nach Meinung von Experten einen deutlich niedrigeren Preis erzielt.

Nach dem Einstieg der neuen Anteilseigner wechselte der langjährige Vorstandschef Peter Körfer-Schün in den Aufsichtsrat. Während seiner 13-jährigen Amtszeit hatte er Grohe, so das Unternehmen selbst, zu einer Weltmarke geformt. Er wollte das Unternehmen an die Börse bringen, um an frisches Kapital zu gelangen. Die Investoren kamen ihm zuvor. Auch sie planen einen Börsengang, allerdings erst zu einem späteren Zeitpunkt. Im Folgenden wurden noch weitere Vorstandsmitglieder ausgetauscht.

Die neuen Beteiligungsgesellschaften starteten recht schnell ein hartes Sanierungsprogramm. Sie schalteten die Unternehmensberatung McKinsey ein, die das Programm „Fit for the Future“ auflegte. Der Aufsichtsrat genehmigte das Sparkonzept. Die jetzt beginnenden Restrukturierungsmaßnahmen sollen ab 2007 eine jährliche Ersparnis von 150 Mio. EUR bringen. Die Lieferantenzahl soll von 6.000 auf höchstens 1.500 reduziert und die Zahl der 18.000 Produkteinheiten ebenfalls deutlich auf 12.000 verringert werden.

Derzeit werden 80 Prozent der Sanitäranlagen in Deutschland hergestellt, aber nur 20 Prozent auch im Inland verkauft. Dieses Verhältnis wollen die Eigentümer ändern und erhebliche Teile der Produktion nach China, Thailand und Kanada verlegen. Der Auslandsanteil soll kurzfristig auf 50 Prozent steigen.

Zunächst war geplant, allein 50 Mio. EUR im Personalbereich einzusparen, was rein rechnerisch mit einem Beschäftigtenabbau von etwa 1.000 Personen verbunden gewesen wäre. Bereits im März kündigte der Vorstandsvorsitzende, David Haines, dann offiziell einen erheblichen Stellenabbau an. Ende Mai 2005 sprach die IG Metall von 3.000 drohenden Kündigungen; das Unternehmen selbst bestätigte lediglich 1.500 geplante Freisetzungen.

---

<sup>120</sup> Vgl. Frankfurter Rundschau vom 09.06.2005, S. 9.

<sup>121</sup> Vgl. Frankfurter Rundschau vom 09.06.2005, S. 9.

Bereits der Voreigentümer, BC Partners, hatte von notwendigen Einsparungen im größeren Umfang und von Standortschließungen gesprochen - Maßnahmen, die vor einem erneuten Börsengang notwendig seien. Die Gesellschaft hatte diese Planungen aber nicht umgesetzt. Die neuen Besitzer setzten dieses Konzept konsequent um und haben mit dem Betriebsrat rasch Verhandlungen über Kündigungen und Standortschließungen aufgenommen.

Ende Mai 2005 wurde bekannt, dass das brandenburgische Werk in Herzberg aufgegeben werden soll. Die ersten 300 Kündigungen sind den Betroffenen bereits zugegangen. Die Arbeitslosigkeit in Herzberg war bereits vorher sehr hoch. Am 23.05.2005 hatte der Betriebsrat ein Gegengutachten von der niederländischen Beratungsgesellschaft Management Partners vorgelegt. Das Gutachten war ebenfalls Gegenstand der Verhandlungen zwischen Vorstand und Belegschaftsvertretung.

Durch die Internationalisierung und einen sukzessiven Beschäftigtenabbau in den Jahren zuvor konnte das Unternehmen 2003 einen historischen Rekordgewinn erreichen. Das Ergebnis vor Steuern und Zinsen lag bei 184 Mio. EUR. 2004 wurde der Umsatz um 2,5 Prozent auf 911 Millionen EUR gesteigert; allerdings entstand nach Unternehmensangaben ein über dem Verlust des Jahres 2003 (30 Mio. EUR) liegender Verlust.

Nach Ansicht der IG Metall liegt ein wesentlicher Grund für die schlechte Unternehmenssituation darin, dass BC Partners dem Unternehmen in großem Umfang Kapital entzogen, bzw. Eigen- durch Fremdkapital ersetzt hat. Für diese Kredite muss das Unternehmen nun den Kapitaldienst leisten. Durch den Weiterverkauf von einem Finanzinvestor zum anderen haben sich einige Finanzkennzahlen deutlich verschlechtert, weil Grohe seine eigene Übernahme praktisch zwei Mal selbst finanziert musste. Außerdem belasteten der schwache Dollar, die schlechte Baukonjunktur, steigende Rohstoffpreise (Messing, Stahl) und eine zunehmend härtere Konkurrenz das Unternehmen. Offen ist, ob sich der Kauf für die beiden neuen Finanzinvestoren lohnen wird. Und offen ist auch, ob noch weitere Personaleinsparungen drohen.

Die Süddeutsche Zeitung weist darauf hin, dass BC Partners einen Return on Investment in fünf Jahren erwartet hat, TPG die Investitionen aber bereits nach 18 Monaten zurückerwartet. Der von TPG und CSFB gezahlte Preis sei deutlich zu hoch gewesen, weitere vermutete stille Reserven seien nicht gefunden worden. Die Süddeutsche Zeitung zieht insgesamt drei Schlussfolgerungen. Erstens: Entgegen seiner Titulierung wurde hier ein Finanzinvestor zum Kapitalvernichter. Zweitens: In diesem Fall profitiert nur der Finanzinvestor und nicht das Land oder die Region. Drittens: Je kurzfristiger das Engagement von Finanzinvestoren, umso gravierender sind die Folgen für die Beschäftigten.

Neben dem Stellenabbau sieht das jetzt beschlossene Sparprogramm aber auch Investitionen von 200 Mio. EUR innerhalb der nächsten vier Jahre vor; davon sollen nach Angaben des Vorstands zwei Drittel auf deutsche Standorte entfallen.<sup>122</sup>

---

<sup>122</sup> Vgl. Handelsblatt vom 09.06.2005, S. 11; vgl. weitere Der Spiegel vom 02.05.2005, S. 134; Handelsblatt vom 06.05.2005, S. 3; Süddeutsche Zeitung vom 07./08.05.2005, S. 27; Handelsblatt vom 24.05.2005, S.17; Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 24.05.2005, S. 18; Süddeutsche Zeitung vom 31.05.2005, S. 28.

## **5.8. Sirona – Wachsende Verschuldung durch dreimaligen Verkauf**

Sirona ist ein weiteres Beispiel für die wachsende Verschuldung eines Unternehmens durch mehrfachen Verkauf unter Finanzinvestoren. Erstmals in der deutschen Industriegeschichte wurde ein Großunternehmen *drei* Mal hintereinander an einen Finanzinvestor veräußert.

Sirona, ehemals Dentalsparte der Siemens AG, wurde 1997 aus dem Konzern herausgelöst und für 320 Mio. EUR an die Beteiligungsgesellschaft Permira veräußert. Im Geschäftsjahr 2003/2004 erzielte die Sirona-Gruppe mit über 1.600 Mitarbeitern einen Umsatz von 320 Mio. EUR.

Im November 2003 kauften die Beteiligungsfonds von EQT Sirona aus dem Portfolio von Permira für knapp 420 Mio. EUR. EQT wiederum verkaufte die Gesellschaft nur 18 Monate später, im Mai 2005, an den amerikanischen Fonds Madison Dearborn für 800 Mio. EUR weiter. In der Presse wurde damals behauptet, der Grund für den frühzeitigen Weiterverkauf durch EQT sei gewesen, dass die Chemie zwischen den beiden Chefs von Unternehmen und Beteiligungsgesellschaft nicht gestimmt habe. EQT scheute sich aber angeblich, den Vorstandschef zu entlassen.

Die weitere Entwicklung von Sirona nach dem Kauf durch die Beteiligungsgesellschaften ist ambivalent. Einerseits trieben Permira und EQT die Internationalisierung des Unternehmens voran. Statt zuvor 40 erzielt Sirona nun mehr als 70 Prozent des Umsatzes im Ausland. Die Mitarbeiterzahl hat sich auf 1.600 verdoppelt. Dabei wurden auch im Inland Arbeitsplätze geschaffen. Im Siemens-Konzern gehörte Sirona nicht zum Kerngeschäft und wurde dort eher vernachlässigt.

Im Zuge der Verkäufe negativ entwickelt hat sich die Finanzlage des Unternehmens: Der Verschuldungsgrad ist durch die Aktivitäten der Beteiligungsgesellschaften stark gewachsen. So bürdete EQT dem Unternehmen 300 Mio. EUR zusätzliches Fremdkapital auf. Und noch etwas zeigt der Fall beispielhaft für viele andere: Die Beteiligungsgesellschaften halten sich immer weniger an ihre eigene Vorgabe, ein Unternehmen rund vier bis sieben Jahre weiterzuentwickeln.<sup>123</sup>

## **5.9. Bundesdruckerei – Ruin eines vormals öffentlichen Unternehmens**

Auf dem Höhepunkt der New Economy verkaufte Bundesfinanzminister Hans Eichel im November 2000 die Bundesdruckerei für rund eine Mrd. EUR an den britischen Finanzinvestor Apax. Die Branche schätzte den Wert des Unternehmens auf lediglich 400 Mio. EUR.

Apax beglich nur ein Viertel des Kaufpreises mit eigenem Kapital. Der Rest stammte aus Krediten des Bundesfinanzministeriums und der Hessisch-Thüringischen Landesbank. Die Kredite bürdete Apax der Druckerei auf. Die Schuldenlast trug dazu bei, dass der Betrieb in die Verlustzone geriet. Mitarbeiter wurden entlassen, die Geschäfte liefen schlechter. Die Investoren wollten keine weiteren Mittel ins Unternehmen geben. Aufgegeben wurde schließlich auch die

---

<sup>123</sup> Vgl. Handelsblatt vom 29./30.04.2005, S. 25; vgl. außerdem Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 02.05.2005., S. 19; Handelsblatt vom 30.05.2005, S. 19.

Idee, das Unternehmen an die Börse zu bringen. Die nun Authentos genannte Gesellschaft stand 2002 kurz vor der Insolvenz. Apax verkaufte das Unternehmen für einen symbolischen EUR an eine Auffanggesellschaft der Hessischen Landesbank (Helaba).

Ursprünglich hatte die Bundesdruckerei 4.000 Beschäftigte. Zum Schluss waren es noch 1.300.<sup>124</sup>

## **5.10. IWKA –Konzentration auf das Kerngeschäft um jeden Preis**

IWKA ist ein Mischkonzern im Bereich Maschinenbau mit den drei Sparten Roboter, Verpackungsmaschinen und Automobilzulieferung. Der Roboterzweig zählt neben ABB und Fanuc zu den größten Anbietern in Europa.

Für Finanzinvestoren ist das Unternehmen interessant, weil insbesondere der Roboterzweig („Kuka“) eine starke Stellung im Wettbewerb hat und sich das Unternehmen für eine Zerlegung und autonome Stellung der drei Sparten bestens eignet.

Die im Vergleich zu anderen Finanzinvestoren aggressiv operierende Beteiligungsgesellschaft Wyser-Pratte Management Co. Inc aus den USA beteiligte sich im Oktober 2003 mit rund fünf Prozent an dem Maschinenbauer. Bereits im Januar 2004 erhöhte sie ihren Anteil auf 6,5 Prozent. Heute ist die Beteiligungsgesellschaft der zweitgrößte Aktionär des Unternehmens. Weitere größere Eigner sind Hermes Focus Asset (5,03 Prozent), The Capital Group (4,80 Prozent), Schroders und Schroder Holding (5,05 Prozent), K Capital Partners (5,29 Prozent) und die Landesbank Baden-Württemberg (5,11 Prozent). Daneben existiert ein hoher Streubesitz.

Unter den Investoren hat der Chef des US-Investors, Guy Wyser-Pratte, eine Art Führungsrolle eingenommen. Er betonte unmittelbar nach seinem Einstieg, die Firma sei völlig unterbewertet. Sie müsse sich auf die Kernkompetenz im Roboterzweig konzentrieren. Wyser-Pratte attackierte in aller Öffentlichkeit den Firmenchef Hans Fahr und warf ihm vor, sich von den Verpackungsmaschinen nicht trennen zu wollen, weil er diesen Bereich selbst hinzugekauft habe. Ebenso massiv kritisierte er die Zusammensetzung des Aufsichtsrats. Darin säßen vor allem große Kunden, denen es nicht darum ginge, die Firma effizient zu führen, sondern die Preise für die Produkte niedrig zu halten, damit ihre Konzerne bei IWKA günstig einkaufen könnten.

Auf der Hauptversammlung im Juli 2004 scheiterte Wyser-Pratte knapp mit einem Misstrauensantrag gegen den Vorstand. Danach, im Dezember 2004, stieg die Landesbank Baden-Württemberg in das Unternehmen ein und verbündete sich mit dem Vorstand. Bereits vor der Hauptversammlung Anfang Juni 2005 konnte Wyser-Pratte schließlich den Rücktritt des Vorstandsvorsitzenden erzwingen. Der Vorstand wurde mit einer Zustimmungsquote von nur 48,54 Prozent des auf der Hauptversammlung vertretenen Kapitals nicht entlastet.

Allerdings scheiterte Wyser-Pratte erneut mit einem Antrag, dem Vorstand das Vertrauen zu entziehen. Dieser erreichte nur eine Zustimmung von 35 Prozent. Der Investor hatte auch die Abwahl zweier Aufsichtsratsmitglieder betrieben: Reinhard Engel, der sich dem Vorwurf ausgesetzt sah, seine Funktion nicht effek-

---

<sup>124</sup> Vgl. Süddeutsche Zeitung vom 03.05.2005, S. 2; Wirtschaftswoche vom 19.05.2005, S. 48.

tiv wahrzunehmen, und Jürgen Hubbert, ehemaliger Mercedes-Chef, der sich vorhalten lassen musste, unternehmensfremden Interessen zu dienen.

Allerdings verzichteten der US-Investor und die mit ihm stimmenden Vertreter anderer Fonds letztlich auf die Durchsetzung eigener Kandidaten für den Aufsichtsrat. Die Abstimmung wurde zwar noch erzwungen. Dabei erreichte der Antrag von Wyser Pratte aber nur eine Zustimmung von 16,4 Prozent.

Zu den Gegnern des gegenwärtigen Managements von IWKA zählt auch die US-Investmentgruppe K Capital Partners, die etwa fünf Prozent an dem Unternehmen hält. Auch diese Gruppe strebt die Zerschlagung des Konzerns an.

Die Presse kommentierte die Ziele der US-Investoren uneinheitlich. Sie lobte, dass die Verpackungssparte im ersten Quartal 2005 den Verlust ausgleichen konnte, den der Roboterbereich aufgrund der schwachen Nachfrage der Automobilindustrie verursacht hatte. Der Strategie des Vorstandsvorsitzenden wurde damit Schlüssigkeit bescheinigt. Andere Stimmen teilten die Position von Wyser Pratte, dass der Konzern sich auf seine wichtigste Kernkompetenz konzentrieren müsse. Interessant ist, dass Investoren mit geringen Minderheitsanteilen offensichtlich auf die Strategie des Unternehmens entscheidenden Einfluss ausüben können.

Auf der Seite des bisherigen Vorstands stand die Landesbank Baden-Württemberg (Anteil: fünf Prozent). Wie sich die Investmentgesellschaften Hermes und Schroders, die ebenfalls jeweils rund fünf Prozent halten, auf der Hauptversammlung verhalten haben, wurde nicht öffentlich bekannt.

Der Finanzvorstand des Unternehmens, Hans Lampert, kündigte rechtliche Schritte gegen Wyser Pratte an. Dabei geht es zum einen um den Vorwurf von Wyser Pratte, der Vorstand manipulierte die Bilanz, um die Robotersparte schlechter aussehen zu lassen. Zum anderen wirft er Wyser Pratte ein „Acting in concert“ vor, also abgestimmtes Verhalten mit den anderen, am Unternehmen beteiligten Fonds. Acting in concert ist nach deutschem Aktienrecht nicht zulässig.<sup>125</sup>

## **5.11. Deutsche Börse AG – Management scheitert an Hedge-Fonds**

Auf Druck einer Gruppe angelsächsischer Investoren trat im Mai 2005 der Vorstandsvorsitzende der Deutsche Börse AG, Werner Seifert, zurück. Seifert war ehemals Unternehmensberater bei McKinsey, dann Generaldirektor der Versicherung Schweizer Rück. 1993 wurde er als Nachfolger Rüdiger von Rosens Vorstandsvorsitzender der Deutschen Börse.

Seifert trimmte die Börse streng auf Wachstum. Er schuf das elektronische Handelssystem Xetra, das den Parketthandel und die Regionalbörsen zurückdrängte. Weiterhin führte er die lokalen Wertpapierabwicklungssysteme in der Tochtergesellschaft Clearstream zusammen und schmiedete damit ein Monopol in Deutschland. Er war auch der Motor für die Fusion der Schweizer und der deutschen Terminbörse, die in die Eurex aufgingen. Die Eurex wiederum entwickelte sich zum

---

<sup>125</sup> Vgl. Der Spiegel vom 02.02.2005, S. 136 f.; vg. außerdem Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 11.05.2005, S. 20; Handelsblatt vom 11.05.2005, S. 25; Financial Times Deutschland vom 19.05.2005, S. 9; Handelsblatt vom 25.05.2005, S. 15; Süddeutsche Zeitung vom 04./05.06.2005, S. 25 und S. 27; Handelsblatt vom 06.06.2005, S. 9.

größten Derivate-Markt der Welt. Am 05. Februar 2001 hatte Seifert die Deutsche Börse selbst an die Börse gebracht.

Daneben verzeichnete er aber auch Misserfolge. Der Zusammenschluss mit der Schweizer Börse SWX gelang ihm nicht. Den von ihm geschaffenen *Neuen Markt* musste er nach zwei Jahren wieder einstellen.

Die Deutsche Börse war vielen Investoren im Ausland nun zu mächtig und zu erfolgreich geworden. Die angelsächsischen Anteilseigner nahmen ihm offenbar übel, dass er ihnen gegenüber arrogant auftrat und Gewinne im Unternehmen ansammelte, anstatt sie an die Aktionäre auszuschütten.

Dass es überhaupt zu dieser Auseinandersetzung kommen konnte, hängt auch damit zusammen, dass deutsche Altaktionäre nach und nach ihre Anteile an verschiedenen Unternehmen abgestoßen haben. 1993 gehörte die Deutsche Börse zu 80 Prozent deutschen Banken (z. B. der Deutschen Bank) und Sparkassen. Je zehn Prozent besaßen Makler und Regionalbörsen. Zum Zeitpunkt der Angriffe von Hedge-Fonds hatte das Unternehmen nur noch sieben Prozent deutsche Anteilseigner. Die ausländischen Investoren begründeten ihren Einstieg u. a. damit, dass ein gutes Unternehmen für einen niedrigen Preis zu haben war.

Der entscheidende Punkt für Seiferts Entmachtung war der geplante Kauf der Londoner Börse LSE (London Stock Exchange). Der Anführer des Widerstands, der englische Fonds TCI, stellte sich von Anfang an gegen diesen Kauf. Der gebotene Preis von 5,30 Pfund pro Anteilsschein wurde als übertrieben hoch bezeichnet. Auch anderen Investoren wie Merrill Lynch kamen Zweifel an Seiferts Strategie. Aktionärsvereinigungen wie die DSW warfen ihm im Zusammenhang mit diesem Geschäft schwere Kommunikationsfehler vor. Analysten hatten ohnehin ein Zusammengehen mit der Vier-Länder-Börse Euronext als kontinentaleuropäische Lösung mit besseren Synergieeffekten vorgezogen.

Die Fonds hatten verlangt, das überschüssige Kapital nach Absage des Kaufs der LSE an die Aktionäre auszuschütten. Etwas später schlossen sie eine Fusion mit einer anderen europäischen Börse allerdings nicht mehr aus. Das führte zum Vorwurf von Investmentbankern, die Fonds hätten keine klare Strategie. Eine Fusion mit der Börse Euronext wurde von der Deutschen Börse bereits 2004 überlegt, wurde aber aus wettbewerbsrechtlichen Gründen verworfen.

Einer der wesentlichen Fehler Seiferts war, dass er die Zeichen der Zeit nicht erkannte. Auch nach der Kritik der Fonds am geplanten Kauf der Londoner Börse hielt er an seiner Strategie fest. Schließlich trat er noch vor der entscheidenden Hauptversammlung im Anschluss an eine außerordentliche Aufsichtsratssitzung am 09. Mai 2005 zurück, auf der einige Investment-Fonds seine Entmachtung durchsetzen wollten. Am selben Tag senkte der Investor The Capital Group International seinen Anteil von knapp über fünf Prozent auf gegenüber der BaFin nicht mehr meldepflichtige 4,7 Prozent. Finanzmarktbeobachter rechnen damit, dass die kurzfristig orientierten Hedge-Fonds bald weitere Anteile abgeben werden.

Die widerständigen Aktionäre hielten zusammen einen Unternehmensanteil von rund 35 Prozent (TCI 7,9, Atticus 5,1, Capital Group Companies 5,0, Capital Group International 4,7, andere 12,3). Das Aktienpaket von TCI hatte im Mai 2005 einen Wert von 640 Mio. US-Dollar. Der Fonds hatte damit ca. zehn Prozent seines insgesamt verwalteten Vermögens in die Deutsche Börse investiert.

Der Chef von TCI, Christopher Hohn, hatte auch die Abwahl des Aufsichtsratsvorsitzenden der Deutsche Börse AG, Rolf Breuer, ehemals Chef der Deutschen

Bank, beantragt. Breuer hatte die Vorgehensweise von Seifert unterstützt. Auf den Druck der Investoren hin hatte er seinen Rücktritt bereits angekündigt. Hohn nahm jedoch wieder Abstand von seinem Antrag an die Hauptversammlung, der offenbar aber auch keine Aussicht auf Erfolg mehr hatte. Die moderateren Anteilseigner, wie Fidelity und Merill Lynch, hatten über Breuer eine andere Meinung als TCI. Schließlich wurde Breuer gebeten, bis zum Jahresende 2005 im Amt zu bleiben und bis dahin den Aufsichtsrat und den Vorstand der Deutsche Börse AG umzugestalten.

Wichtigstes Thema der Hauptversammlung am 25. Mai 2005 wurde die strategische Ausrichtung der Deutsche Börse AG. Vorstand und Aufsichtsrat hatten vorgeschlagen, 78 Mio. EUR an die Aktionäre auszuschütten und 149 Mio. EUR in die Rücklagen einzustellen. Union Investment stellte den Gegenantrag, 227 Mio. EUR auszukehren. Es mehrten sich die Befürchtungen, dass die Börse zerschlagen werden sollte. Ob das passieren wird, war bis Juli 2005 unklar.

Am Fall Deutsche Börse AG wird deutlich, dass die Unterscheidung zwischen Hedge-Fonds, die auf kurzfristige Gewinnmitnahmen abzielen, und klassischen Investmentfonds, wie Fidelity und Merill Lynch, die das Management unterstützen, nicht mehr trägt. Bis heute ist nicht öffentlich bekannt, welche Fonds am Sturz Seiferts beteiligt waren.

Gegen die ausländischen Finanzinvestoren hat die Aufsichtsbehörde ein juristisches Verfahren wegen der Vermutung von acting in concert eingeleitet. Als Acting in concert bezeichnet man ein koordiniertes Vorgehen von Anteilseignern mit Beteiligungsquoten von mehr als 30 Prozent, die über die bloße Kapitalbeteiligung hinaus gemeinsam entscheidenden Einfluss auf das Unternehmen nehmen.

Acting in concert ist in Deutschland nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) nicht erlaubt. Erfolgt es dennoch, sind die Anteilseigner verpflichtet, den übrigen Aktionären ein Übernahmeangebot für ihre Anteile zu machen (§ 35 WpÜG). Lässt sich der Vorwurf nachweisen, kann die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) die Investoren zu diesem Angebot auch noch nachträglich zwingen. Kommen die Beteiligten dieser Aufforderung nicht nach, kann die Aufsichtsbehörde deren Stimmrechte sperren oder sogar deren Aktien pfänden.

Experten bezweifeln jedoch, dass im Falle der Deutsche Börse AG der Nachweis eines koordinierten Vorgehens gelingen wird. TCI-Chef Hohn betont, dass der Vorwurf nicht zutrefte. Alle zentralen Absichten und Briefe des Fonds seien veröffentlicht worden, um den Verdacht von vornherein nicht aufkommen zu lassen.

Die BaFin vertritt die Meinung, dass bereits die vorherige Abstimmung bezüglich der Neubesetzung des Aufsichtsrats unter diesen Sachverhalt fällt, wenn sie zu einer Gesamtstrategie gehöre, das Unternehmen zu kontrollieren.

Nach einer Entscheidung des OLG Frankfurt reicht der bloße gemeinsame Wille für ein Acting in concert nicht aus, die Einflussnahme müsse vielmehr nachhaltig sein. Das OLG München hingegen sieht schon in einer Vorabstimmung unter Aktionären bei Aufsichtsratswahlen diesen Tatbestand erfüllt. Das Urteil ist noch nicht rechtskräftig.<sup>126</sup>

---

<sup>126</sup> Vgl. Handelsblatt vom 10.05.2005, S. 18; vgl. außerdem Börsen-Zeitung vom 11.05.2005, S. 1, S. 5; Süddeutsche Zeitung vom 11.05.05, S. 30; Die Welt vom 12.05.2005, S. 3; Handelsblatt vom 18.05.2005, S. 25; Wirtschaftswoche vom 19.05.2005, S. 48 ff.; Börsen-Zeitung vom

## 6. Standpunkte

### 6.1. These: Finanzinvestoren fördern den Strukturwandel in Deutschland<sup>127</sup>

#### *Die Behauptung*

Unternehmen, in denen sich Finanzinvestoren engagieren, wachsen in der Regel schneller und schaffen mehr Arbeitsplätze als sich selbst überlassene Firmen. Gerade durch ihre Distanz zum Unternehmen und seinem Management erkennen sie mögliche Zukunftschancen schneller und besser als Insider und versuchen diese rasch umzusetzen.

Eine Untersuchung des Fachblattes „Finance“ und der Deutschen Beteiligungs AG stützt diese These.<sup>128</sup> Unternehmen mit Private Equity-Gesellschaftern wuchsen danach etwa doppelt schnell wie vergleichbare Wettbewerber. Finanzinvestoren treten gerade in Branchen ein, die große Chancen haben, aber aus eigenem Antrieb nicht vorankommen.<sup>129</sup>

Behauptet wird weiterhin: Die wechselseitige Beteiligung von Unternehmen, die Überkreuzmandate zwischen Vorständen und Aufsichtsräten und die engen persönlichen Bindungen zwischen Wirtschaftsvertretern und Politikern im „Rheinischen Kapitalismus“ hat die Entwicklung der Unternehmen bisher gehemmt. Das hat einen raschen Strukturwandel verhindert und die Wettbewerbsfähigkeit deutscher Unternehmen auf dem härter umkämpften Weltmarkt beeinträchtigt. Das deutsche Interessengeflecht hat sich selbst kontrolliert und deutsche Großunternehmen vor dem Unmut unzufriedener Aktionäre geschützt.<sup>130</sup>

Der Nürnberger Wirtschaftsprofessor Wolfgang Gerke behauptet, dass durch die Verflechtung die Großaktionäre ihre Rechte und Pflichten als Eigentümer kaum wahrgenommen und dem Top-Management den Kurs überlassen hätten.

Vertreter dieser Position versuchen ihre Thesen an Beispielen zu belegen. Teure und fragwürdige Aktionen wie der Kauf von Chrysler durch Daimler seien einfach „abgenickt“ worden.<sup>131</sup> Das Führungsduo Schrempp (Vorstandsvorsitzender) und Hilmar Kopper (ehemals Vorstandsvorsitzender der Deutschen Bank) hätte in einem vertrauensvollen Zusammenspiel einen fragwürdigen Konzern zusammengekauft und so den Wert der Aktie weit nach unten getrieben.<sup>132</sup> So konnte sich in der deutschen Wirtschaft eine mangelhafte Unternehmenspraxis durchsetzen. Unternehmen wurden dadurch zu begehrten Übernahmekandidaten.

Diese Defizite haben, so die Wirtschaftswoche, den Strukturwandel blockiert, Unternehmenswerte vernichtet und Arbeitsplätze gefährdet.

---

20.05.2005, S. 2, S. 4, S. 9; Süddeutsche Zeitung vom 20.05.2005, S. 25; Handelsblatt vom 20.05.2005, S. 1; Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 23.05.2005; Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 24.05.2005, S. 29; Börsen-Zeitung vom 24.05.2005, S. 3; Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 27.05.2005, S. 25; Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 28.05.2005, S. 21.

<sup>127</sup> Vgl. Wirtschaftswoche vom 28.04.2005, S. 64.

<sup>128</sup> Vgl. Wirtschaftswoche vom 28.04.2005, S. 65.

<sup>129</sup> Vgl. Wirtschaftswoche vom 28.04.2005, S. 65.

<sup>130</sup> Vgl. Wirtschaftswoche vom 19.05.2005, S. 48.

<sup>131</sup> Vgl. Wirtschaftswoche vom 19.05.2005, S. 48.

<sup>132</sup> Vgl. Die Welt vom 12.05.2005, S. 3.

In der Erwartung, dass hier noch Potenzial brach liegt, setzen die Beteiligungsgesellschaften und Finanzinvestoren die deutschen Unternehmen nun unter Druck, ihre Unternehmenspraxis rasch zu verbessern.<sup>133</sup> Deutschland könne, so ihr Rat, hier von den USA und Großbritannien lernen, wo die Restrukturierung der Volkswirtschaft maßgeblich von Private Equity-Gesellschaften getrieben worden ist.<sup>134</sup>

### *Bewertung*

Die Aktivitäten von Finanzinvestoren in Deutschland haben in der Tat gezeigt, dass die neuen Anteilseigner aufgrund ihrer fehlenden Einbindung in das System der „Deutschland AG“ und ihrer überdurchschnittlichen Renditeforderungen mehr Druck auf Unternehmen und Management ausüben, als die bisherigen Akteure das getan haben.

Allerdings sind die Private Equity-Gesellschaften selbst Getriebene ihrer Kapitalgeber. Indem sie einen großen Teil des Kaufpreises mit Krediten finanzieren und die Kreditgeber immer ehrgeizigere Renditeziele verfolgen, haben Beteiligungsgesellschaften zunehmend weniger Zeit und Spielraum, um die von ihnen erworbenen Unternehmen zu entwickeln. Ergebnis ihrer Kostensenkungsprogramme ist dann häufig ein radikaler Arbeitsplatzabbau (siehe die Fallbeispiele in Kapitel 6).

Darüber hinaus besteht die Gefahr, dass Investitionen in die Zukunft des Unternehmens und seiner Produkte vernachlässigt werden. Beispiel Immobilienwirtschaft: Finanzinvestoren, die sich kurz- bis mittelfristig wieder von ihrem Engagement trennen wollen, werden versuchen, Aufwendungen für Modernisierung und Instandhaltung wo möglich zu sparen. Entsprechende Vorwürfe von Mietern der Viterra sind bereits öffentlich geworden.

Auch verlieren Investitionen in Forschung und Entwicklung, die erst nach einiger Zeit marktfähige Produkte hervorbringen, ihre Dringlichkeit, wenn der Investor nur einen Anlagehorizont von wenigen Jahren hat.

Die Fälle Deutsche Börse AG und IWKA AG haben gezeigt, dass Finanzinvestoren tief in die Unternehmensstrategie eingreifen. Dabei ist nicht bewiesen - und nachträglich auch nicht mehr beweisbar -, ob sie tatsächlich die erfolgreichere Strategie entwickelt haben. Es spricht vielmehr einiges dafür, dass es hier keine alternative Strategie im eigentlichen Sinne gibt, sondern dass sich die Pläne in schnellen Gewinnmitnahmen bereits erschöpft haben.

Doch selbst wenn wir unterstellen, Finanzkapital würde die Effizienz eines Unternehmens über die Durchsetzung von mehr Entscheidungs- und Kontrollbefugnissen gegenüber dem Management tatsächlich verbessern, so greift diese Betrachtung doch zu kurz: Denn häufig werden Kosten nicht endgültig abgebaut, sondern lediglich vom Unternehmen auf Dritte abgewälzt. So spart das Unternehmen durch den Abbau von Arbeitsplätzen zwar Personalkosten; die Kosten der Arbeitslosigkeit trägt aber die Allgemeinheit.

## **6.2. These: Beteiligungsunternehmen schaffen erfolgreiche Unternehmen**

### *Die Behauptung*

Eine Reihe von Beteiligungsunternehmen hat es geschafft, in zerklüfteten Märkten bzw. Branchen Wettbewerber zu erfolgreichen Unternehmen zusammenzubinden

---

<sup>133</sup> Vgl. Süddeutsche Zeitung vom 10.05.2005, S. 21.

<sup>134</sup> Vgl. Handelsblatt vom 12.05.2005, S. 22.

oder gar zu Marktführern aufzubauen. Befürworter von Private Equity können sich auf mehrere Beispiele berufen. So fusionierte die schwedische EQT die beiden Duftstoffhersteller Haarmann & Reimer und Dragoco zum neuen Unternehmen Symrise, das dadurch zu den drei ausländischen Branchenführern aufschließen konnte.<sup>135</sup> Ähnliches gelang mit dem Augenoptikgeschäft von Carl Zeiss Jena. EQT brachte Kapital ein und kaufte gemeinsam mit Carl Zeiss den amerikanischen Brillenglashersteller Sola. Das neue Unternehmen ist bereits in der Weltspitze platziert.<sup>136</sup>

Die Vertreter der obigen Position betonen außerdem, dass die Investoren oft Unternehmen kaufen und wettbewerbsfähig machen, die sich in ernsthaften Krisen befinden.<sup>137</sup> Die Investoren sind demnach die letzte Hoffnung für Betriebe, die ansonsten niemand mehr kaufen will.<sup>138</sup> Auch hierfür gibt es Beispiele. So war das Fernseh- und Filmhandelsunternehmen ProSieben Sat.1 überschuldet und stand kurz vor der Zerschlagung. Der Investor Haim Saban übernahm das Unternehmen zusammen mit sechs weiteren Investoren und machte es wieder wettbewerbsfähig.

Weiter wird argumentiert, dass Beteiligungsgesellschaften im Insolvenzfall nachrangig nach den Gläubigern des Unternehmens aus dem verbliebenen Vermögen befriedigt werden. Da sie mit ihrem Kapital haften, im Extremfall bis zum Totalverlust, sind sie um die Vermeidung von Schieflagen bemüht und an einer Wertsteigerung des Unternehmens interessiert.<sup>139</sup> Kein Interesse könnten sie nach dieser Logik dagegen an einer Zerschlagung haben, da die Unternehmen dadurch wertlos würden.

Dass die Unternehmenskäufe zum großen Teil fremdfinanziert werden, verteidigen Befürworter solcher Beteiligungsmodelle damit, dass Darlehen betriebswirtschaftlich sinnvoll sind. Die Finanzierungszinsen können als Betriebsausgaben geltend gemacht werden, so dass das Unternehmen weniger Körperschafts- und Gewerbesteuer zahlen muss. Außerdem wird der Kapitaldienst nicht aus den stillen Reserven des Unternehmens bedient, sondern aus dem Free Cash flow.<sup>140 141</sup>

Häufig vertreten wird auch die Ansicht, dass mit dem wirtschaftlichen Erfolg auch ein Anstieg der Beschäftigtenzahlen einhergeht. Angaben des Bundesverbands Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V. (BVK) zufolge erhöhten die mit Private Equity-Gesellschaften finanzierten Unternehmen ihre Beschäftigung um fünf bis 15 Prozent pro Jahr.<sup>142</sup>

### *Bewertung*

Gegner von Private Equity kritisieren vor allem, dass die Investoren den Kaufpreis zum großen Teil fremd finanzieren, diese Kosten aber nicht selbst tragen, sondern dem Unternehmen aufbürden. Tatsächlich finanzierten die Unternehmen ihren Erwerb also letztlich selbst und sind hinterher hoch verschuldet.

---

<sup>135</sup> Vgl. Wirtschaftswoche vom 28.04.2005, S. 66.

<sup>136</sup> Vgl. Wirtschaftswoche vom 28.04.2005, S. 66.

<sup>137</sup> Vgl. Wirtschaftswoche vom 28.04.2005, S. 65.

<sup>138</sup> Vgl. Die ZEIT vom 12.05.2005, S. 28.

<sup>139</sup> Vgl. BVK, Hintergrundinformation Nr. 1, März 2004.

<sup>140</sup> Free Cash flow: Operativer Cash flow abzüglich Cash flow aus Investitionstätigkeit. Der Free Cash flow dient z. B. für Gewinnausschüttungen oder – wie im Beispiel – zur Tilgung von Schulden.

<sup>141</sup> Vgl. Die ZEIT vom 12.05.2005, S. 28.

<sup>142</sup> Vgl. BVK, Hintergrundinformation Nr. 2, März 2004.

Nach Angaben der Rating-Agentur Fitch hat sich die Verschuldung europäischer Unternehmen, die von Beteiligungsgesellschaften erworben wurden, stark erhöht. Im ersten Quartal 2005 hatten die übernommenen Verbindlichkeiten laut Fitch Rating das 5,5fache des Cash flow<sup>143</sup> betragen (Höchststand: Viertes Quartal 2004: 5,6faches).

Untersuchungen der Royal Bank of Scotland (RBOS), Frankfurt, zufolge hat sich der durchschnittliche Eigenkapitaleinsatz für Übernahmen in Europa bezogen auf den Gesamtmarkt von 35 bis 36 Prozent des Kaufpreises inklusive der Transaktionskosten in den Jahren 2001/2002 auf 31 bis 30 Prozent in den vergangenen sechs Monaten verringert (Stand: Mai 2005).<sup>144</sup>

Auch der Chefvolkswirt der Deutschen Bank, Norbert Walter, und DB-Research-Analyst, Jürgen Schaaf, warnten schon im Januar dieses Jahres, dass Buy Outs stärker kreditfinanziert, die Ausstiegsmöglichkeiten aber begrenzt seien. Es sei „Wachsamkeit geboten“, da die Gefahr spekulativer Übertreibungen wachse. Mit der größeren Zahl von Secondary Buy Outs, also dem Weiterverkauf von einem Finanzinvestor an einen anderen, entstände ein „Inzestmarkt“. Solche Weiterverkäufe innerhalb der Beteiligungsbranche seien unter Umständen ein Zeichen für die Reife des Marktes, sie könnten aber auch zeigen, dass Investoren Probleme haben, Beteiligungen an andere Unternehmen oder an die Börse abzugeben.<sup>145</sup>

In einem Kommentar für das Handelsblatt erläutert Siegfried Hofman, Ausgangspunkt für die hohen, von Finanzinvestoren erzielten Renditen sei das Gefälle zwischen den Renditeanforderungen für Eigen- und Fremdkapital. Es verleite Konzerne zu einer fremdkapitalfinanzierten Investitionspolitik. Dadurch, dass z. B. die DAX-Unternehmen im Rahmen ihrer Wertmanagement-Systeme mit deutlich zweistelligen Eigenkapitalkosten kalkulierten und die Gesamtkapitalkosten mit fast zehn Prozent vor Steuern veranschlagt würden, würden Unternehmensbereiche mit geringeren Renditen schnell zu „Wertvernichtern“, so Hofman.

Unzufrieden mit der Leistung von Beteiligungsgesellschaften sind häufig die betroffenen Unternehmen selbst. Zu diesem Ergebnis kommt eine Studie der Fachhochschule Wiesbaden im Auftrag der Private Equity-Gesellschaft Cornerstone-Capital AG aus dem Jahr 2003, die den Beitrag von Finanzinvestoren an der Unternehmenswertsteigerung untersucht hat. Befragt wurden Gesellschaften, an denen ein Finanzinvestor beteiligt und das innerhalb der vergangenen vier Jahre verkauft worden war.

Danach bestätigen die Befragten Leistungen der Investoren vor allem im Finanz-, Rechnungs- und Berichtswesen. Demgegenüber gaben 70 Prozent an, keine Unterstützung bei der Verbesserung von Prozessen und Strukturen erhalten zu haben. Cornerstone-Vorstand Pieter van Halem fasst die Ergebnisse der Untersuchung so zusammen: „Hier zeigt sich, dass sich die Mehrheit der Investoren immer noch als Kapitalbereitsteller versteht, ohne echten strategischen Mehrwert anbieten zu können“.<sup>146</sup>

Auch das Argument einer besonderen Haftung des Investors im Insolvenzfall geht weitgehend ins Leere. Denn nur in dem Umfang, in dem Finanzinvestoren ihre Käufe mit Eigenkapital finanzieren, erhalten sie – übrigens wie alle anderen An-

---

<sup>143</sup> Gewinn vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen.

<sup>144</sup> Vgl. Handelsblatt vom 12.05.2005, S. 23.

<sup>145</sup> Vgl. Börsen-Zeitung vom 27.01.2005, S. 10.

<sup>146</sup> Vgl. Börsen-Zeitung vom 20.09.2003, S. 9.

teilseigner – Befriedigung aus dem dann noch zu verteilenden Gesellschaftsvermögen erst und soweit alle Gläubiger des Unternehmens bedient worden sind. Da die meisten Erwerbe derzeit aber nur mit einem geringen Anteil an Eigenkapital finanziert werden und bis zu 90 Prozent der Mittel aus Krediten stammen, ist die Gefahr eines hohen Kapitalverlustes für den Eigenkapitalgeber begrenzt.

Im Ergebnis ebenfalls nicht entscheidend ist es, ob der für die zusätzlichen Kredite aufzubringende Kapitaldienst aus den stillen Reserven oder dem Free Cash flow bezahlt wird. In beiden Fällen fließt Liquidität aus dem Unternehmen ab. Außerdem wird entweder Vermögenssubstanz veräußert (Hebung stiller Reserven) oder Erträge können nicht für die Bildung von Gewinnrücklagen im Unternehmen angesammelt werden (Finanzierung des Kapitaldienstes aus dem Free Cash flow).

Strittig ist auch die Beschäftigungswirkung von Private Equity. So wird z. B. beim Badarmaturenhersteller Grohe zurzeit über harte Einschnitte bei den Personalkosten verhandelt. Viele Beschäftigte sind bereits entlassen worden. Mindestens ein Standort sollte geschlossen, ein erheblicher Teil der Produktion ins Ausland verlagert werden.<sup>147</sup>

### 6.3. These: Beteiligungsfirmen stellen dem Mittelstand fehlendes Eigenkapital zur Verfügung

#### *Die Behauptung*

Der deutsche Mittelstand befindet sich in einem Dilemma: Angesichts der verschärften Anforderungen an die Bonität eines Unternehmens im Vorfeld der neuen Eigenkapitalanforderungen für Finanzdienstleistungsinstitute (Basel II) werden die Fälle zunehmen, in denen Unternehmen keinen Kredit mehr von ihrer Bank erhalten, bzw. nur noch zu sehr teuren Konditionen. Die in der nachfolgenden Tabelle wiedergegebenen Untersuchungsergebnisse der KfW-Mittelstandsbank zeigen die Abhängigkeit des deutschen Mittelstands von „klassischen“ Finanzierungswegen, wie Bankdarlehen und im Unternehmen einbehaltenen Gewinnen:

	Fördermittel	Eigenmittel	Fremdmittel	Sonstiges
Bis 4 Mitarbeiter	12 %	33 %	42 %	13 %
5 bis 9 Mitarbeiter	7 %	32 %	53 %	7 %
10 bis 49 Mitarbeiter	15 %	43 %	35 %	7 %
50 und mehr Mitarbeiter	20 %	40 %	30 %	10 %
Gesamt	19 %	36 %	35 %	10 %

<sup>147</sup> Vgl. Wirtschaftswoche vom 28.04.2005, S. 66.

Für solche Unternehmen erscheint Beteiligungskapital oft als der einzige Ausweg, um sich das erforderliche Kapital zu beschaffen, mit dem die Umsetzung von Forschungsergebnissen oder Innovationen in kommerzielle Produkte geleistet werden kann.

Weiterhin wird behauptet, dass die im Mittelstand bevorzugte Finanzierungsform „Bankdarlehen“ für diesen Zweck nicht geeignet ist. Denn sie weist ein hohes Erfolgsrisiko auf. Außerdem fehlen den kleinen Unternehmen hierfür die erforderlichen Sicherheiten. Da vielen mittelständischen Unternehmen außerdem der Zugang zum Kapitalmarkt verschlossen ist, kann Private Equity diese Lücke auf ideale Weise schließen. Bei entsprechender Ausgestaltung der Verträge behält der bisherige Eigentümer sogar die unternehmerische Autonomie.<sup>148</sup>

#### *Bewertung*

Auch Beteiligungskapital hat seinen Preis. Der häufig praktizierte Verzicht auf Kreditsicherheiten bedeutet für den Investor ein höheres Rückzahlungsrisiko. Und je höher das Risiko, desto teurer das Kapital. So erklären sich die überdurchschnittlich hohen Renditeforderungen von Beteiligungsgesellschaften zwischen 15 und 20 Prozent.

Hinzu kommt, dass sich Private Equity-Investoren in der Regel nur kurz- bis mittelfristig im Unternehmen engagieren, so dass das Kapital dem Unternehmen nicht dauerhaft zur Verfügung steht.

Daneben belegen die aktuellen Beispiele: Beteiligungskapital stellt hohe Anforderungen an das Wachstumspotenzial und die Ertragskraft eines Unternehmens. Insofern wird auch diese Finanzierungsalternative nur für Betriebe mit entsprechend guter Ausgangslage infrage kommen.

Außerdem muss differenziert werden, zu welchem Zweck und wie lange Kapital benötigt wird. Beteiligungskapital kann eine sinnvolle Alternative zur Finanzierung technischer Innovationen sein, eignet sich aber nicht als Betriebsmittelkredit zur Überbrückung von Liquiditätsengpässen und schon gar nicht als generelle Lösung für die Beseitigung der schwachen Eigenkapitalausstattung des deutschen Mittelstands. Die schwache Konjunktur und schlechte Zahlungsmoral der Kunden haben aber dazu geführt, dass gerade an diesen Stellen Kapital fehlt.

## **6.4. These: Finanzinvestoren verbessern das deutsche Corporate Governance-System**

#### *Die Behauptung*

Der Top-Manager einer US-Investment-Bank in Frankfurt sagt: „Diese agilen Anlegergruppen bringen jenes aufsichtsrechtliche Element zum Tragen, das die deutsche Unternehmenslandschaft hat vermissen lassen“. Seiner Meinung nach übernehmen Hedge-Fonds die Rolle von Kontrollorganen – also von Aufsichtsräten. Letztere seien gar nicht in der Lage, die Kontrollfunktion effektiv auszuüben, wie viele Beispiele zeigten. Dass das den meisten deutschen Banken nicht gefalle, sei verständlich. Deren Vertreter hätten über Jahrzehnte hinweg in dieser Kontrollfunktion der „Deutschland-AG“ versagt. „Was Großbritannien bereits erlebt hat, wird auch mehr Effizienz in die deutsche Unternehmenslandschaft bringen.“<sup>149</sup>

---

<sup>148</sup> Vgl. BVK, Hintergrundinformation Nr. 2, März 2004.

<sup>149</sup> Vgl. Handelsblatt vom 13.-15.05.2005, S. 25.

### *Bewertung*

An den Beispielen Deutsche Börse AG, IWKA und E.on/Viterra (siehe Kapitel 5) lässt sich belegen, dass sich ein Trend hin zu mehr aktiver Einmischung von Aktionären in die Geschicke „ihrer“ Gesellschaft abzeichnet. In diesen Fallbeispielen standen hinter dem Widerstand der Anteilseigner aber in erster Linie materielle Interessen. Die Interventionen gegen die Strategien der Geschäftsführung hatten vorrangig eine höhere Gewinnausschüttung zum Ziel.

Corporate Governance, also gute Unternehmensführung, ist aber mehr als die bloße Befriedigung von Aktionärsinteressen. Als Stakeholder-orientierter Ansatz erweitert sie die Ausrichtung des Unternehmens um Elemente, die sich einer rein leistungs- und finanzwirtschaftlichen Bewertung entziehen. Dazu gehören die Pflege und Teilhabe des Produktivfaktors Mensch sowie Umwelt- und soziale Belange. Ob Beteiligungskapital, das für sich in Anspruch nimmt, das deutsche System zu verbessern, auch solche Interessen im Unternehmen ausreichend berücksichtigt, darf bezweifelt werden. Auch ist noch offen, ob regelmäßige, kurzfristig erfolgende Eingriffe in die Strategie des Managements - so strittig diese im Einzelfall sein möge - einer nachhaltigen Unternehmensentwicklung nicht mehr schadet als nutzt.

Eng verbunden mit der Diskussion um Corporate Governance sind sozialpolitische Fragen, die eine Ausrichtung von Unternehmen an maximaler Wertsteigerung aufwerfen:

Beispiel DSD AG, deren Geschäft die für die Gesellschaft wichtige Abfallentsorgung und -aufbereitung ist: Sie „ist nicht länger eine gemeinwohlorientierte Selbstorganisation der Wirtschaft, sondern ein Unternehmen, das gewinnorientiert am Markt agiert“, wie der Vorstandsvorsitzende der Duales System Deutschland AG (DSD), Peter Zühlsdorff die sozialpolitischen Folgen nach dem Erwerb durch Kohlberg Kravis Roberts (KKR) beschreibt.

Beispiel Gewoba AG, Bremen: Das ehemals zur Neuen Heimat gehörige, in den 90er-Jahren in eine AG umgewandelte Wohnungsunternehmen nimmt für seinen Hauptaktionär, das Land Bremen, auch sozialpolitische Aufgaben wahr. Unter dem Druck der hohen Verschuldung des Bremer Haushalts lässt das Land derzeit die Chancen eines Anteilsverkaufs an Privatinvestoren prüfen.

Die Absicht eines Unternehmens, Gewinne zu erzielen, ist für sich genommen nicht zu kritisieren. Zu fragen ist aber, wann öffentlichen Einrichtungen künftig sozialpolitische Aufgaben nicht mehr wahrnehmen werden, wenn sie privatisiert und eindimensional auf Gewinnmaximierung ausgerichtet sind.

## **6.5. These: Hedge-Fonds üben aufgrund ihrer tendenziell gegen die Marktbewegung gerichteten Anlagestrategie eine stabilisierende Wirkung auf die Finanzmärkte aus**

### *Die Behauptung*

Als Argument für Hedge-Fonds wird häufig ins Feld geführt, dass sie Kursübertreibungen und Kursunterschiede an den Finanzmärkten glätten. Das erreichen sie, indem sie solange bestimmte Papiere kaufen und verkaufen, bis sich die Kurse angenähert haben und auf diese Weise keine Kursgewinne mehr zu erzielen sind.

### *Bewertung*

Die Meinungen über die Vor- und Nachteile von Hedge-Fonds gehen auseinander. Hinter dem obigen Argument steht die Erkenntnis, dass Märkte entgegen der Effi-

zientzmarkttheorie nicht zwangsläufig den „richtigen Preis“ setzen, weil die dazu erforderlichen Informationen generell unvollständig sind. Hedge-Fonds profitieren von den Preisunterschieden, die dieser Defekt der Finanzmärkte verursacht. Ihre Strategien haben wir beschrieben.

Insofern spricht tatsächlich viel für die These, dass die Aktivitäten von Hedge-Fonds Preis- und Kursunterschiede nivellieren. Das heißt aber weder, dass die damit verbundenen Effekte - siehe das Beispiel TUI AG - aus Sicht der betroffenen Unternehmen erwünscht noch, dass sie volkswirtschaftlich optimal sind.

Selbst die Wissenschaft wird keine eindeutige Antwort darauf geben können, ob das von den Fonds betriebene Ausscheiden des Touristikonzerns aus dem DAX und die gegebenenfalls anschließende Zerschlagung aus wirtschaftlicher Sicht „effizient“ gewesen wäre, d. h. ob dadurch die Unternehmensressourcen Kapital und Arbeit optimal genutzt worden wären.

Am Beispiel der TUI AG offensichtlich geworden ist aber, dass die Spekulationen der Hedge-Fonds in diesem Fall losgelöst vom Erfolg der Gesellschaft in ihrem operativen Geschäft erfolgt sind. Und der Eingriff von Hedge-Fonds im Fall Deutsche Börse hat gezeigt, wie der Vorstandsvorsitzende eines durchaus erfolgreichen Unternehmens von den Fonds zum Rücktritt gezwungen wurde, weil er nicht einseitig die Gewinnausschüttungsinteressen der Aktionäre bediente.

Die Frage, ob Hedge-Fonds eine stabilisierende Wirkung auf das *Finanzsystem* ausüben, lässt sich nach dem aktuellen Stand der Wissenschaft nicht eindeutig beantworten. Aber dass Hedge-Fonds aufgrund der Losgelöstheit ihres Geschäftes von den materiellen Gegenständen ihrer Spekulation, wie z. B. den Unternehmen, auf die *Güterwirtschaft* einen erheblichen Einfluss ausüben, das ist gesichert.

Ebenso unverkennbar ist, dass mit den Hedge-Fonds allein aufgrund ihrer Intransparenz neue Risiken für die Wirtschaft entstanden sind. Das ist der Grund, warum auch die internationale Politik über schärfere Regulierungsmaßnahmen gegenüber Hedge-Fonds nachdenkt.

## 7. Ausblick

### Allgemeine Marktentwicklung

Die großen Kapitalgeber der Fonds sind der Ansicht, dass mit Buy Outs in Europa derzeit deutlich bessere Geschäfte zu machen sind als in den USA und in Asien. Das ergab eine Umfrage im Auftrag des britischen Sekundärmarkt-Spezialisten Collier Capital. Es fällt den großen Private-Equity-Firmen zurzeit sehr leicht, große Kapitalbeträge für Europa-Beteiligungs-Fonds einzusammeln. Blackstone strebt einen Fonds von über zehn Mrd. US-Dollar an. BC Partners verfügt bereits über einen Fonds von fünf Mrd. EUR.<sup>150</sup>

Die Firmenübernahmen werden also voraussichtlich in den nächsten Jahren an Zahl und Transaktionsvolumina zunehmen. Immer mehr ausländische Investoren werden auf dem deutschen Markt aktiv.

Nach Schätzungen des Chefs des Investmentbanking von Morgan Stanley, Terry Meguid, liegen derzeit etwa 350 Mrd. US-Dollar nicht investierter Mittel bei den Beteiligungsgesellschaften. Über die Ergänzung dieser Mittel durch Kredite ließe sich so mehr als eine Billion US-Dollar mobilisieren.<sup>151</sup>

Deutschland hat aus Sicht von Finanzinvestoren viele leistungsschwache, unorganisierte Konglomerate, die sich hervorragend für eine Zerschlagung eignen. Spekuliert wird bereits darüber, dass die nächsten großen Übernahmeobjekte Linde, MG Technologie, Continental oder MAN heißen.<sup>152</sup> MAN eignet sich besonders gut, da sich aus dem Mischkonzern einzelne Elemente abspalten ließen, z. B. die Sparten Druckmaschinen oder Dieselmotoren, aus denen sich die Firmenübernahme bequem finanzieren ließe.

Zu den Übernahmekandidaten der Investmentbank Goldman Sachs gehören Linde und Schering.<sup>153</sup> Auch ThyssenKrupp oder TUI sind begehrte Objekten.<sup>154</sup> Selbst Großkonzerne wie DaimlerChrysler sind nicht mehr tabu. „Wir halten es nicht für ausgeschlossen, dass sich Finanzinvestoren auch mal an einem DAX-Unternehmen versuchen“, erklärte ein Manager einer großen Unternehmensberatung vor kurzem im Handelsblatt.<sup>155</sup> Mehrere Private-Equity-Firmen hatten bereits einen Plan entwickelt, brauchten aber die Kooperation der Deutschen Bank, die immer noch ein großes Aktienpaket an dem Unternehmen hält. Die Bank verweigerte sich bis jetzt.<sup>156</sup>

Peter Laib, Partner bei der Schweizer Dachfondsgesellschaft Adveq, schätzt, dass Konsortien von Finanzinvestoren durchaus Unternehmen mit einem Wert zwischen 20 und 30 Mrd. EUR kaufen könnten.<sup>157</sup> Bei einem entsprechend hohen Fremdkapitalanteil und einem Zusammenschluss mehrerer Finanzinvestoren („Club-Deal“) lassen sich auch Käufe mit einem Transaktionsvolumen im zweistelligen Milliarden-Bereich ohne große Schwierigkeiten verwirklichen.<sup>158</sup> Würden z. B.

---

<sup>150</sup> Vgl. Wirtschaftswoche vom 28.04.2005, S. 67 f.

<sup>151</sup> Vgl. Handelsblatt vom 07.04.2005, S. 21.

<sup>152</sup> Vgl. Der Spiegel vom 02.05.2005, S. 134.

<sup>153</sup> Vgl. Wirtschaftswoche vom 28.04.2005, S. 68.

<sup>154</sup> Vgl. Wirtschaftswoche vom 28.04.2005, S. 68.

<sup>155</sup> Vgl. Handelsblatt vom 13.06.2005, S. 15.

<sup>156</sup> Vgl. Der Spiegel vom 02.05.2005, S. 133.

<sup>157</sup> Vgl. Wirtschaftswoche vom 28.04.2005, S. 68.

<sup>158</sup> Vgl. Börsen-Zeitung vom 04.01.2005, S. 11.

sechs Beteiligungsgesellschaften jeweils eine Mrd. EUR Kapital poolen, also gemeinsam aufbringen, ließe sich - ergänzt um entsprechendes Fremdkapital - eine Summe von 30 Mrd. EUR darstellen. Damit wäre der Kauf eines DAX-Unternehmens realisierbar.

### **Mögliche künftige Unternehmensübernahmen**

Für Übernahmen durch Finanzinvestoren infrage kommen vor allem mittelständische Unternehmen mit großem Entwicklungspotenzial, das sich noch nicht im Unternehmenswert niedergeschlagen hat.

Gleichfalls gefragt sind Mischkonzerne, deren Unternehmensteile keine oder geringe Synergien aufweisen und bei denen die Wertsomme einzelner Sparten größer ist als der Wert des Gesamtkonzerns.

Mit zunehmender Größe der Beteiligungsfonds werden aber auch Großunternehmen mit einem hohen Streubesitzanteil interessant. Dazu gehören eine Reihe von Unternehmen, wie z. B. Adidas, BASF, die Deutsche Börse, E.on, Henkel, MAN, Deutsche Bank, TUI, Bayer, Allianz, Lufthansa, Continental, RWE, Siemens, DaimlerChrysler, Hypo-Vereinsbank, Commerzbank, Schering, Münchener Rückversicherung, ThyssenKrupp, Infineon, Linde, SAP und Volkswagen.<sup>159</sup> Konzerne schützt gegen ungewollte Übernahmen auch schlicht die Größe.<sup>160</sup>

Insbesondere folgende Unternehmen gelten aktuell als Übernahmeobjekte:

#### *Karstadt-Quelle*

Frühere Vorstandsvorsitzende haben durch zahlreiche Zukäufe aus dem Unternehmen ein breitgefächertes Konglomerat gemacht. Einzelne Konzernteile waren unrentabel oder passten kaum zum Kerngeschäft. Auch das hat dazu beigetragen, dass das Unternehmen angesichts zunehmender Konkurrenz im Handel, den wachsenden Schwierigkeiten des Geschäftsmodells „Innenstadtkaufhaus“ sowie der Konsumzurückhaltung der Verbraucher in Deutschland an den Rand der Insolvenz geriet.

Im Zusammenwirken mit mehreren Banken und unter drastischen Einschnitten für die Beschäftigten gelang es schließlich, ein Sanierungskonzept zu erarbeiten. Trotzdem ist das Unternehmen weiterhin gefährdet, übernommen und zerschlagen zu werden. Eine Sanierungsmöglichkeit könnte in der Aufnahme einer Beteiligungsgesellschaft bestehen, die einzelne Konzernteile verkauft. Dabei dürfte das Immobilienvermögen von besonderem Interesse für einen möglichen Käufer sein.<sup>161</sup>

#### *TUI*

Mitte 2004 geriet Europas größter Touristikonzern in die Gefahr, mit Hilfe von Hedge-Fonds zerschlagen zu werden. Zusammen mit der Investmentbank Morgan Stanley hatten sie darauf spekuliert, dass die TUI AG wegen einer zu geringen Marktkapitalisierung und einer zu niedrigen Streubesitzquote aus dem DAX fällt. Ein damit einhergehender Kursverfall hätte günstige Kaufpreise für die Hedge-Fonds bedeutet. In diesem Zustand wäre der Konzern ein leichtes Opfer für eine Zerschlagung und den anschließenden Verkauf der Einzelunternehmen gewesen. Vor allem an der Container-Linien-Tochter Hapag Lloyd AG waren mehrere Inves-

---

<sup>159</sup> Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 11.05.2005, S. 20.

<sup>160</sup> Vgl. Wirtschaftswoche vom 19.05.2005, S. 52.

<sup>161</sup> Vgl. Handelsblatt vom 11.05.2005, S. 25.

toren interessiert, z. B. die Oetker-Gruppe und der Tchibo-Erbe Günter Herz.<sup>162</sup> Interessant für einen Investor wäre, die TUI nach dem Erwerb von der Börse zu nehmen (Delisting) und anschließend die ertragsstarke Schifffahrts-Tochter Hapag Lloyd getrennt von den übrigen Konzernteilen zu verkaufen. Analysten gehen davon aus, dass sich auf diesem Wege ein Erlös über dem Börsenwert erzielen ließe.<sup>163</sup> Ende 2004 ging das Aktienpaket der WestLB (31,3 Prozent) an ein Konsortium um die spanische Hotelgruppe Riu, womit die Spekulationen um den Einstieg eines auf Zerschlagung des Unternehmens ausgerichteten Investors vorerst beendet waren.<sup>164</sup>

### *IWKA*

Der Karlsruher Maschinen- und Anlagenbauer (Automobiltechnik, Verpackungstechnik, Robotertechnik) ist seit 2003 im Visier von Spekulanten (siehe Fallbeispiel in Kapitel 5). Der Kauf könnte sich für Investoren lohnen, um die profitable und wettbewerbsfähige Robotersparte gewinnbringend zu verkaufen. Finanzinvestoren haben bereits mehrere Versuche unternommen. Vor dem Hintergrund der guten Wirtschaftsdaten der Sparte und der starken Stellung im Wettbewerb ist nicht damit zu rechnen, dass sie in ihren Anstrengungen nachlassen werden.

### *MAN*

Auch MAN ist ein komplexer Mischkonzern, der aus einigen großen und teilweise sehr wettbewerbsfähigen Sparten und aus vielen kleinen, ebenfalls teilweise profitablen Zweigen besteht.

Die Firma blickt auf eine mehr als 200jährige Geschichte zurück und beschäftigte im Juni 2005 61.000 Menschen. Nach Einschätzung von Experten ist die Summe der einzelnen Unternehmensteile deutlich mehr wert als die derzeitige Börsenkaptalisierung von 5,4 Mrd. EUR zeigt.

Der Vorstandsvorsitzende und ehemalige Scania-Manager, Hakan Samuelson setzt derzeit die bereits von seinem Vorgänger begonnene Strategie fort, Randbereiche und unrentable Tochterunternehmen zu verkaufen, um den Aktienkurs zu erhöhen und sich so gegen Übernahmen zu schützen. Samuelson plant, das Unternehmen auf die fünf Bereiche Nutzfahrzeuge, Dieselmotoren, Druckmaschinen, Turbomaschinen und Ingenieurdienstleistungen zu fokussieren.

Verkauft wurde Ende Mai die Raumfahrttochter MAN Technologie mit 450 Beschäftigten und MAN Logistics mit 160 Beschäftigten. Auf der Liste weiterer Verkäufe stehen der Autozulieferer SHW und MAN Wolfkran. Die LKW- und Bus-Sparte hat Samuelson in den Jahren 2000 bis 2004 bereits saniert. 2004 hat MAN durch Verkäufe 443 Mio. EUR Umsatz und 2.200 Beschäftigte abgegeben. Der Aktienkurs des Unternehmens hat sich innerhalb eines Jahres, von 2003 auf 2004, verdoppelt und ist seit Samuelsons Amtsantritt am 01. Januar 2005 bis Juni 2005 nochmals um 20 Prozent gestiegen<sup>165</sup>

### *Linde*

Das Unternehmen besteht aus zwei großen Geschäftsfeldern: Gabelstapler und Industriegase. Die Synergie zwischen diesen Sparten ist praktisch Null. Die Sparte

---

<sup>162</sup> Vgl. Handelsblatt vom 11.05.2005, S. 25.

<sup>163</sup> Vgl. Wirtschaftswoche vom 12.05.2005, S. 113 f.

<sup>164</sup> Vgl. Hannoversche Allgemeine Zeitung vom 02.12.2004, S. 11.

<sup>165</sup> Vgl. Süddeutsche Zeitung vom 03.06.2005, S. 25; vgl. auch Süddeutsche Zeitung vom 04./05.06.2005, S. 28; Handelsblatt vom 06.06.2005, S. 11.

Industriegase ist hoch profitabel. Die Gabelstapler werden unter drei Namen angeboten (Linde, Still und Fenwick) und verfehlen seit Jahren die Renditeziele. Der Konglomeratsabschlag des Unternehmens ist hoch. Auch hier finden sich also beste Voraussetzungen für eine Übernahme und anschließende Zerschlagung des Konzerns.

Einen gewissen Schutz bietet noch die Beteiligung der drei Großaktionäre Allianz (12,3 Prozent), Deutsche Bank und Commerzbank (je zehn Prozent). Marktbeobachter vermuten aber, dass sie ihre Anteile bald abstoßen werden.

Linde hat unter seinem neuen Vorstandsvorsitzenden, Wolfgang Reitzle, in der letzten Zeit bereits erhebliche Anstrengungen zur Verbesserung des Unternehmenswertes unternommen. Der Bereich Kältetechnik wurde in 2004 abgestoßen. In der Gabelstaplersparte Still werden in den Werken Hamburg und Reutlingen viele Arbeitsplätze gestrichen. Es laufen Vorbereitungen für ein neues Gabelstaplerwerk in Osteuropa. In beiden Konzernsparten werden intensive Kosteneinsparungs- und Wachstumsprogramme durchgeführt. Der Aktienkurs ist deutlich gestiegen. Bei einem Umsatz von 9,42 Mrd. EUR wurde ein Überschuss von 274 Mio. EUR (2003: 108 Mio. EUR) erzielt.<sup>166</sup>

#### *Stadtwerke und Krankenhäuser*

Zahlreiche Kommunen sind im Besitz von Stadtwerken, zu denen teilweise die Energieerzeugung und -verteilung gehört. Die Energiemärkte werden sich in nächster Zeit erheblich wandeln (Stichwort: Unbundling). Zu rechnen ist mit Fusionen und Verkäufen von Stadtwerken.

Auch im Krankenhaussektor läuft eine Konsolidierungswelle. Angetrieben durch die Gesundheitsreform wurden bereits viele Krankenhäuser privatisiert bzw. in größere Konzerne eingegliedert. Auch hier winkt für Investoren ein lohnendes Geschäftsfeld. Die Beteiligungsgesellschaft Terra Firma beabsichtigt nach Angaben ihres Geschäftsführers, Georg Kulenkampff, in Deutschland größere Stadtwerke und Krankenhäuser zu kaufen. Interessant seien vor allem Stadtwerke in der Größenordnung von Köln, Düsseldorf oder Leipzig. Außerdem will sich der Investor an Krankenhausketten mit mindestens zehn Kliniken beteiligen.<sup>167</sup>

#### **Primär- und Sekundärfonds**

Neben dem Weiterverkauf von Unternehmensbeteiligungen von einem Finanzinvestor zum nächsten hat sich zwischenzeitlich auch ein Markt für *Sekundärfonds* im Private Equity-Segment entwickelt.

Diese Fonds investieren nicht direkt in einzelne Firmen, sondern erwerben ganze Portfolien mit verschiedenen Beteiligungen von anderen Investmentgesellschaften (*Primärfonds*). Das Prinzip ist vergleichbar mit dem eines „klassischen“ Investmentfonds: Die Gesellschaften sichern sie sich eine größere Risikostreuung. Sie erwerben darüber hinaus bereits entwickelte Portfolien; entwickelt in dem Sinne, dass die darin enthaltenen Unternehmen in Bezug auf ihr Potenzial besser einschätzbar sind, da sie sich bereits längere Zeit im Besitz einer Private Equity-Gesellschaft befinden.

---

<sup>166</sup> Vgl. Süddeutsche Zeitung vom 09.06.2005, S. 24.

<sup>167</sup> Vgl. Hannoversche Allgemeine Zeitung vom 09.05.2005, S. 23.

Ein solcher Sekundärfonds wurde erstmals 1994 von Coller Capital in London aufgelegt.<sup>168</sup>

---

<sup>168</sup> Vgl. Börsen-Zeitung vom 21.12.2004, S. 2; vgl. außerdem Börsen-Zeitung vom 07.10.2004, S. 10.

## 8. Marktregulierung

### 8.1. Allgemeine Entwicklungen

Im internationalen Vergleich zählen die deutschen Finanz- und Kapitalmärkte zu den am stärksten regulierten. Die SPD, die 2005 zu den schärfsten Kritikern ausländischer Finanzinvestoren gehörte, hat diese Märkte stärker dereguliert, als zuvor die Christdemokraten.<sup>169</sup> „Gerade die Sozialdemokratie stand in den vergangenen Jahren für aktionärsorientierte Reformen und die Auflösung des organisierten, managerzentrierten Kapitalismus´ deutschen Typs“.

Als die CDU-/FDP-Regierung in den 90er Jahren das „Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich“ (KonTraG) einbrachte, verlangte die SPD, der Gesetzgeber solle den Banken verbieten, Kapitalbeteiligungen von mehr als fünf Prozent an Industrieunternehmen zu halten. Die SPD forderte ein Entflechtungsgesetz, um ein marktorientiertes Modell der Unternehmenskontrolle durchzusetzen.

Nachdem SPD und Grüne 1998 die Regierung übernommen hatten, führte diese Koalition eine Reform der Körperschaftssteuer durch, die Gewinne aus Beteiligungsverkäufen von der Steuer befreite. Martin Höpner, Politikwissenschaftler am Kölner Max Planck Institut für Gesellschaftsforschung, fragt kritisch: „Hätte es eine Halbierung der Körperschaftssteuer auf Gewinne aus Beteiligungsverkäufen auf zwanzig Prozent nicht auch getan?“<sup>170</sup>

Mehr als die SPD wehrte sich die CDU gegen allzu liberale Elemente einer europäischen Übernahmerichtlinie. Sie verlangte bessere Abwehrmöglichkeiten gegen feindliche Übernahmen. Und auch bei der Verabschiedung des Wertpapierhandels- und Übernahmegesetzes (WpÜG) wollte die CDU effiziente Verteidigungsmöglichkeiten gegen feindliche Übernahmen verankert wissen.

Gemeinsam mit der CDU einigte sich die SPD schließlich auf die Zulassung von Hedge-Fonds in Deutschland. Höpner weist darauf hin, dass auch in anderen Ländern die Sozialdemokraten bzw. Sozialisten zur Regulierung der Finanz- und Kapitalmärkte jeweils liberalere Positionen bezogen haben als die konservativen Parteien.<sup>171</sup> Ihre Motive erklärt er sich so: Arbeitnehmer haben im Zuge von Rentenreformen und Privatisierungen begonnen, ihre Ersparnisse auch in Aktien anzulegen. Zu einer arbeitnehmerorientierten Politik gehöre seitdem, dass diese Arbeitnehmer-Minderheitsaktionäre vor Übervorteilung durch Banken, Manager und Großaktionäre geschützt werden. „Man kann die Rechte der Streubesitzanleger nicht stärken, ohne den vorher privilegierten Führungskräften und Mehrheitsaktionären damit weh zu tun. Und das fällt Christdemokraten immer noch schwerer als Parteien der linken Mitte. In Konflikten zwischen Kapitalmarktteilnehmern und Managern neigt die Sozialdemokratie zum Ausbau der Verantwortlichkeit gegenüber den Anlegern. Hinzu kommt: Stärken aktionärsorientierte Reformen die Aufsichtsorgane gegenüber den Vorständen, resultiert dies im Endeffekt in einer Stärkung

---

<sup>169</sup> Vgl. Martin Höpner, Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung Köln, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 18.05.2005.

<sup>170</sup> Vgl. Martin Höpner, Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung Köln, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 18.05.2005.

<sup>171</sup> Vgl. Martin Höpner, Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung Köln, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 18.05.2005.

der Mitbestimmung. Die von Müntefering beklagte Machtverschiebung zwischen Unternehmen und Kapitalmärkten ist nicht zuletzt direkte Folge sozialdemokratischer Politik".<sup>172</sup>

Im Frühsommer 2005 wurde dann auch in der rot-grünen Bundesregierung über eine schärfere Regulierung und Überwachung von Hedge-Fonds nachgedacht. Die Überlegungen reichen bis hin zu einem zeitweiligen Entzug von Stimmrechten. Dabei wird sogar ein nationaler Alleingang nicht ausgeschlossen.

Die Bundesregierung hatte eine Arbeitsgruppe eingesetzt, die am 12.06.2005 eine Empfehlung für die Regulierung von Hedge-Fonds vorgelegt hat. Leitlinie des Papiers war: „Wir dürfen nicht alle Anlagestrategien gestatten und brauchen eine wirkungsvolle Aufsicht. Auswüchse, Fehlentwicklungen, unverantwortliche Risiken und extrem kurzfristige Gewinnabsichten sind zu verhindern. Die wichtigsten Punkte des Papiers sind:

- Fonds sollen ihre Pläne, die sie mit einer Unternehmensbeteiligung verfolgen, frühzeitig offenbaren.
- Fonds sollen ihre Anlagestrategie und ihre Strategie für die Ausübung von Stimmrechten bei den Gesellschaften, in die sie investieren, offen legen.
- Die meldepflichtigen Schwellen des Anteilsbesitzes an einer Gesellschaft sollen von bisher fünf auf drei (wie in Großbritannien) oder zwei Prozent (wie in Italien) gesenkt werden.
- Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) soll umfangreichere Ermittlungsrechte, ein erweitertes Auskunftsrecht und das Recht zur Durchsuchung von Geschäftsräumen der Fonds bei Verdacht auf Verstöße erhalten.
- Anlegern, die auf der Hauptversammlung ihr Stimmrecht ausüben, soll eine erhöhte Dividende gezahlt werden. Damit will man die Möglichkeit von Fonds verringern, bei schlecht besuchten Hauptversammlungen mit geringen Anteilen wichtige Entscheidungen zu beeinflussen.
- Für Leerverkäufe soll eine Meldepflicht eingeführt werden. In den USA und Großbritannien gibt es solche Meldepflichten.

Der Arbeitsgruppe war bewusst, dass die Wirksamkeit von Regulierung größer ist, wenn sie international gilt, und setzte sich für entsprechende Initiativen der Bundesregierung auf europäischer und internationaler Ebene ein.<sup>173</sup>

Die amerikanische Politik hatte schon frühzeitiger über eine intensive Regulierung nachgedacht. Bis Anfang Juni 2005 hatte der Chef der Börsenaufsichtsbehörde SEC (Securities and Exchange Commission), William Donaldson, für zunehmend schärfere Kontrollen gesorgt. So setzte er jüngst eine allgemeine Registrierungspflicht für Hedge-Fonds durch. Obwohl Republikaner, stimmte er in der fünfköpfigen SEC-Spitze mit den dort vertretenen beiden Demokraten für mehr Transparenz im Aktienhandel und für eine stärkere Kontrolle der Investmentfonds.

Die Wirtschaftsverbände opponieren schon seit längerem gegen diesen Regulierungskurs und fordern eine Lockerung der strengen Bilanzierungsregeln, die der

---

<sup>172</sup> Vgl. Martin Höpner, Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung Köln, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 18.05.2005.

<sup>173</sup> Süddeutsche Zeitung vom 13.06.05, S. 2; Handelsblatt vom 14.06.05, S. 3.

2002 verabschiedete Sarbanes-Oxley-Act gegen Bilanzbetrug vorschreibt und für dessen Umsetzung die SEC maßgeblich verantwortlich ist. Präsident Bush löste Donaldson im Juni 2005 durch den Republikaner Christopher Cox ab. Es wird damit gerechnet, dass der einen Teil der harten Regulierungsbestimmungen wieder zurück nimmt.<sup>174</sup>

Die rot-grüne Bundesregierung hat zahlreiche gesetzliche Vorschriften und Rahmenbedingungen zur Liberalisierung der Finanz- und Kapitalmärkte vorangetrieben. So hat der Gesetzgeber mit dem Investmentmodernisierungsgesetz die lange geplante Reform des deutschen Investmentrechts umgesetzt. In diesem Zuge wurden das Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) und das Auslandsinvestmentgesetz (AusInvG) aufgehoben. Seit dem 01.01.2004 bildet das Investmentgesetz (InvG) den rechtlichen Rahmen für in- und ausländische Fonds.

Ebenfalls 2004 brachte die Bundesregierung ein Gesetz zur Förderung von Wagniskapital durch den Bundestag, mit dem eine im Vergleich zum Ausland wettbewerbsfähige Besteuerung von Gewinnanteilen eingeführt wurde. Zugleich initiierte das Wirtschaftsministerium neue Fonds zur Förderung von Venture Capital mit einem Volumen von einer Mrd. EUR.<sup>175</sup>

„Im Bundesfinanzministerium wird derzeit überlegt, wie die Transparenz auf den Finanzmärkten verbessert werden kann. Angreifer müssen sich, ihre Helfer und ihre Waffen dann früher zu erkennen geben. Auch eine EU-weite, höhere Besteuerung kurzfristiger Aktiengeschäfte ist im Gespräch. Es sind nur kleine Stellschrauben, an denen die Regierung drehen kann, die großen Finanzströme lassen sich so nicht beeinflussen“.<sup>176</sup>

Insgesamt wird der Kapitalmarkt in Deutschland bereits heute durch eine große Anzahl von Einzelgesetzen reguliert.

## **8.2. Regulierungsforderungen zur Eingrenzung der Risiken von Hedge-Fonds**

### **Aktuelle Entwicklungen zur Regulierung von Hedge-Fonds**

Die Ereignisse um die Deutsche Börse AG im Mai 2005 haben die Geschäftspraktiken von Hedge-Fonds in Deutschland zu einem in der breiten Öffentlichkeit diskutierten Thema gemacht. Zum ersten Mal in der deutschen Geschichte haben kurzfristig operierende Finanzinvestoren den Rücktritt von Unternehmensvorständen und Aufsichtsräten erzwungen sowie die Umsetzung geschäftspolitischer Entscheidungen des Managements – in diesem Fall den Kauf der Londoner Börse – verhindert.

Der Präsident des Deutschen Sparkassenverbandes, Dietrich Hoppenstedt, kritisiert, dass die reinen Gewinnmaximierungsinteressen der beteiligten Hedge-Fonds mit dem öffentlichen Auftrag der Deutschen Börse kollidierten. „Der öffentliche Auftrag funktioniert nicht mit Investoren, die weitab vom Finanzplatz Frankfurt beheimatet sind“.<sup>177</sup>

Überraschenderweise hat sich auch Rolf Breuer, Aufsichtsratsvorsitzender der Deutschen Bank und Noch-Aufsichtsratsvorsitzender der Deutschen Börse AG, für

---

<sup>174</sup> Vgl. Süddeutsche Zeitung vom 04./05.06.2005, S. 26.

<sup>175</sup> Vgl. Handelsblatt vom 11.05.2005, 25.

<sup>176</sup> Vgl. Der Spiegel vom 02.05.2005, S. 138.

<sup>177</sup> Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 14.05.2005, S. 19.

eine stärkere Kontrolle und Einschränkung von Hedge-Fonds eingesetzt. Er schlug vor, langfristig orientierten Anlegern Sonderstimmrechte zu erteilen und sie gegenüber kurzfristigen ausgerichteten Investoren, wie eben Hedge-Fonds, zu bevorzugen. Dabei verweist er auf Frankreich. Dort können Unternehmen ihren Aktionären bei entsprechend langer Haltedauer der Anteile Doppelstimmrechte erteilen. In der Satzung der Gesellschaft kann eine Haltedauer von mindestens zwei Jahren festgelegt werden. Die Aktionäre, die in den Genuss eines solchen 'Loyalitätsbonus' kommen wollen, müssen sich registrieren lassen, damit die tatsächliche Haltedauer überprüft werden kann. Die EU-Kommission will im Sommer 2005 eine Debatte über die Regulierung von Hedge-Fonds starten.<sup>178</sup>

Neben dem Fall Deutsche Börse wurde die Diskussion um Hedge-Fonds auch durch die großen Einbußen der Börsen im Mai 2005 angeregt, die durch hohe Verluste von Hedge-Fonds im Zuge der Spekulation auf Anleihen des Automobilherstellers GM verursacht worden waren. In Erinnerung gerufen wurde vielen Marktteilnehmern dabei der Zusammenbruch des Hedge-Fonds LTCM 1998, der zahlreiche Großbanken in Schwierigkeiten gebracht hatte.

Der Präsident des Deutschen Bankenverbandes und Vorstandsvorsitzende der Commerzbank, Klaus-Peter Müller, schaltete sich in die Debatte um Hedge-Fonds ein: Es sei schwer zu verstehen, dass kleine Kreditinstitute einer stringenten Aufsicht unterlägen, Hedge-Fonds aber, deren finanzielles Gewicht viel bedeutender sei, über eine Adressenregistrierung hinaus nicht überwacht würden.<sup>179</sup>

Im Rahmen einer Fachtagung des Handelsblattes kritisierten Finanzfachleute und Unternehmensvertreter Hedge-Fonds-Praktiken, die sie für regulierungsbedürftig halten. So sei der Markt bei Leerverkäufen der Fonds nicht effizient; es gebe hierfür kein Monitoring. Komme es zu schwer wiegenden Veränderungen, gebe es keinerlei Warnsignale und Meldepflichten. Wenn Wertpapiere verliehen werden, sollten hierüber öffentlich Angaben gemacht werden müssen, insbesondere zu den Leih-Beständen und zu den Leihätzen. Ein entsprechendes Veröffentlichungssystem könne an der Börse angehängt werden.

Transparenz forderten die Finanzmarktexperten auch für den Fall, dass wie bei der TUI AG auf den Abstieg eines Unternehmens aus dem DAX spekuliert wird. Allerdings wurde auch der Einwand geäußert, dass den Hedge-Fonds indirekt dadurch auf die Finger geschaut würde, dass die Regulierungsbehörden das Kreditrisiko von Banken überwachen, die den Fonds das Geld gäben.<sup>180</sup>

Aktuell wird in vielen Ländern überlegt, die Macht der Hedge-Fonds zu beschränken. Bemängelt wird dabei insbesondere, dass ihre Geschäftspraktiken aufgrund des kurzfristigen Anlagehorizontes einer nachhaltigen Unternehmensentwicklung im Wege ständen.

Scharfe Kritik an der Praxis der Hedge-Fonds hat der Chairman des britischen Getränkekonzerns Cadbury Schweppes und Präsident des britischen Industrieverbandes CBI, John Sunderland, geübt. Die Industrie habe inzwischen große Transparenz über ihre Praxis hergestellt. Das Gegenteil sei bei Hedge-Fonds der Fall. Britische Unternehmen könnten oft nicht mehr erkennen, wer ihre Aktionäre wirklich seien. Das betreffe vor allem Positionen von Hedge-Fonds, die über Derivate oft höhere Aktienbestände hielten, als offen gelegt werden müsse. Hedge-

---

<sup>178</sup> Vgl. Börsen-Zeitung vom 12.05.2005, S. 3.

<sup>179</sup> Vgl. Handelsblatt vom 17.05.2005, S. 6.

<sup>180</sup> Vgl. Handelsblatt vom 24.05.2005, S. 23.

Fonds arbeiteten zudem immer mit so genannten „Contracts of Difference“, das sind Derivate, die einem Unternehmen gegenüber die Stellung der Hedge-Fonds als Anteilseigner verschleierten. Die Kritik wurde von der britischen Aufsichtsbehörde, der Financial Services Authority (FSA) aufgenommen. Sie arbeitet an neuen Vorschriften, die die Offenlegungspflichten der Aktionäre, vor allem der Hedge-Fonds, deutlich ausweiten sollen.<sup>181</sup>

In den USA aktive Fonds lassen sich auf Druck großer Investoren, wie Pensionsfonds, bei der SEC schon seit Längerem registrieren. Die SEC hat jüngst eine allgemein verbindliche Registrierungsspflicht verabschiedet, gegen die allerdings zurzeit Klagen anhängig sind. Hedge-Fonds mit einem Anlagevolumen von mehr als 25 Mio. US-Dollar und mindestens 15 Anlegern sind gehalten, sich bei der SEC registrieren lassen.<sup>182</sup> Außerdem müssen sie der SEC melden, wenn sie Aktien - im Rahmen einer Short-Strategie - geliehen haben.<sup>183</sup>

Dann gelten die gleichen Standards wie bei herkömmlichen Fondsgesellschaften: Die SEC darf unangemeldete Betriebsprüfungen durchführen und Einblick in Aktien und E-Mails verlangen. Tritt die Bestimmung tatsächlich in Kraft, müssen Hedge-Fonds jährlich Auskunft geben, z. B. über die Regeln, nach denen sie Wertpapiere in ihren Portfolios bewerten. Sie müssten außerdem erstmals eine interne Rechtsabteilung einrichten und formale Dokumente erstellen, um den SEC-Vorschriften zu genügen.<sup>184</sup> Wie in Kapitel 8.1 beschrieben, wird der Kurs einer schärferen amerikanischen Regulierungspolitik aber wieder geändert.

US-Regulierer bewerten Hedge-Fonds allerdings unterschiedlich. Der Chef der New Yorker Notenbank, Timothy Geithner, sieht die positive Funktion von Hedge-Fonds in einer besseren Streuung von Risiken an den Finanzmärkten. Als negativ verbucht er, dass sie das Finanzsystem schwerer durchschaubar machten.

In den USA arbeiten zurzeit Vertreter aus den Regulierungsbehörden und aus der Finanzbranche in einer Arbeitsgruppe zusammen. Sie untersuchen, wie hoch das Risiko einer Finanzkrise ist, die durch den Zusammenbruch von Hedge-Fonds ausgelöst werden könnte. Vorangetrieben wird die Initiative durch den ehemaligen Präsidenten der US-Notenbank, Jerry Corrigan. Dieser befürchtet, dass die derzeit extrem niedrigen Zinsen neue potenzielle Risiken aufwerfen.<sup>185</sup>

Tatsächlich muss man sich fragen, warum gerade hochspekulative Hedge-Fonds anders als z. B. Kreditinstitute nicht verpflichtet sind, ein bestimmtes Mindesteigenkapital zur Absicherung gegen Verluste vorzuhalten.

Gegen eine zu scharfe Regulierung wird oft eingewandt, dass an Hedge-Fonds nur erfahrene Marktteilnehmer beteiligt seien. So argumentiert auch der Präsident der European Fund and Asset Management Association (Efama), Wolfgang Mansfeld. Solange die Produkte nur im Private Placement an vermögende Investoren oder an institutionelle Anleger vertrieben werden dürften, bestehe kein Grund, den Anlegerschutz zu verschärfen. Die Frage wäre dann aktuell, wenn Hedge-Fonds in den Retail-Bereich vorstießen, also den Verkauf ihrer Produkte an das breite Publikum. Dafür gebe es allerdings derzeit keine Anzeichen.

---

<sup>181</sup> Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 11.05.2005, S. 22.

<sup>182</sup> Vgl. Süddeutsche Zeitung vom 07.06.2005, S. 20.

<sup>183</sup> Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 15.06.2005, S. 16.

<sup>184</sup> Vgl. Handelsblatt vom 17.05.2005, S. 6.

<sup>185</sup> Vgl. Financial Times Deutschland vom 23.05.2005, [www.ftd.de/ub/fi/7686](http://www.ftd.de/ub/fi/7686).

Dabei ist Mansfeld durchaus an einer guten Regulierung interessiert. So hält er eine komplette Überarbeitung der EU-Vorschriften für die Fonds-Industrie für notwendig. Es bestehe die Gefahr, „dass wir immer wieder wichtige Produkte außerhalb der EU-Regulierung haben, mit der Folge, dass der gemeinsame Markt nicht die Tiefe hat, die wir uns vorstellen“. In der EU-Finanzmarktgesetzgebung sollte seiner Ansicht nach neben Kreditwirtschaft, Assekuranz und Wertpapierhandel eine eigene Aufsichtssäule für die Fonds-Industrie etabliert werden.<sup>186</sup> Mansfeld hält es für übervorsichtig, dass der für Finanzdienstleistungen zuständige EU-Kommissar, McCreevy, nur dann eine Gesetzgebung anstoßen wolle, wenn diese unbedingt erforderlich sei.

Charlie McCreevy, europäischer Binnenmarktkommissar, kündigte am 20. Mai 2005 an, dass sich die EU vom Sommer 2005 an die Hedge-Fonds-Branche näher ansehen werde. Es gelte auszuloten, ob mit Blick auf den Schutz der Investoren oder die Stabilität der Finanzmärkte Handlungsbedarf seitens der EU bestände. Geprüft werde auch, ob mit einer einheitlichen EU-Regulierung die Effizienz dieser Branche erhöht werden könne. Gleichzeitig wehrte er sich aber gegen allzu harte Eingriffe in diese „innovative Finanzbranche“.<sup>187</sup>

Im Juli 2005 will die EU-Kommission ein Grünbuch vorlegen, das erste Überlegungen zur Zukunft der Fondsindustrie in Europa enthält und auf das die Marktteilnehmer mit Stellungnahmen reagieren können. Während EU-Kommissar Günter Verheugen (SPD) forderte, Hedge-Fonds durch Gesetzgebung zu mehr Transparenz zu zwingen, sagte McCreevy, dass er derzeit keine Pläne für eine EU-einheitliche Kontrolle habe. Ob am Ende des Konsultationsprozesses ein Richtlinienvorschlag stehe, sei völlig offen. Es sei auch durchaus denkbar, dass die EU gar nicht tätig werde.

Der CSU-Abgeordnete, Alexander Radwan, hält eine derartige Zurückhaltung für kritisch. Unternähme die EU nichts, würden die Nationalstaaten eigene Regulierungen einführen. Es bestehe die Gefahr eines fragmentierten Marktes für Hedge-Fonds in Europa, ein gemeinsamer EU-Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen käme nicht zustande. Eine nicht zu strenge EU-Regulierung sei besser, als eine Vielzahl nationaler Regelungen.<sup>188</sup> Dabei macht die Beeinflussung globaler Finanzströme durch Hedge-Fonds aber bereits deutlich, dass jede Regulierung auf internationalen Vereinbarungen beruhen muss, um wirksam zu sein.

Bundesfinanzminister Hans Eichel ist derzeit bemüht, die deutschen Regelungen zum Maßstab für eine europaweite Regulierung von Hedge-Fonds zu machen. Die deutschen Gesetze gelten im europäischen Vergleich allerdings bereits als streng, weil sie hohe Anforderungen an das Fondsmanagement, Rücknahmeverpflichtungen und den Umgang mit Risiken und Informationspflichten definieren.<sup>189</sup>

Eichel will die Regulierungsfrage bei der EU-Kommission im Zuge der Neufassung der Investment-Richtlinie (OGAW) einbringen. SPD-Linke halten dagegen einen nationalen Alleingang für möglich.<sup>190</sup> In der rot-grünen Fraktion sind im Mai 2005 Stimmen laut geworden, die nach einer schärferen Überwachung der Hedge-Fonds rufen.<sup>191</sup> Überlegungen der Regierung gehen auch in Richtung eines freiwill-

---

<sup>186</sup> Vgl. Börsen-Zeitung vom 31.05.2005, S. 2.

<sup>187</sup> Vgl. Börsen-Zeitung vom 21.05.2005, S. 7.

<sup>188</sup> Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 31.05.2005, S. 23.

<sup>189</sup> Vgl. Handelsblatt vom 18.05.2005, S. 4.

<sup>190</sup> Vgl. Handelsblatt vom 18.05.2005, S. 4.

<sup>191</sup> Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 18.05.2005, S. 23.

ligen Verhaltenskodexes für Finanzinvestoren. So sollen sie beispielsweise Interessenkonflikte zwischen Eigentümern und Fondsmanagern offen legen.<sup>192</sup>

Der Präsident der BaFin, Jochen Sanio, hält die Hedge-Fonds für die „Schwarzen Löcher des internationalen Finanzsystems“. Ein stabiles internationales Finanzsystem benötige Transparenz. Die Vorgehensweise in den USA, wo sich Hedge-Fonds lediglich registrieren lassen müssen, hält er für nicht ausreichend.<sup>193</sup>

Öffentlich diskutiert wurde auch die Möglichkeit, Stimmrechte in Abhängigkeit von einer bestimmten Haltedauer der Aktien zu gewähren. Dirk Schiereck, Professor für Bank- und Finanzmanagement an der European Business School, schlug vor, institutionelle Anleger nach der Haltedauer von Unternehmensanteilen zu besteuern.<sup>194</sup> Experten wendeten dagegen ein, dies sei rechtlich schwer umzusetzen.<sup>195</sup> Professor Michael Adams, Universität Hamburg, hält derartige Vorschläge für eine „bürokratische Wahnidee“, eine Belohnung von Immobilität und eine Einschränkung der Eigentumsrechte.<sup>196</sup>

Ein Vertreter der internationalen Kanzlei Dewey Ballantine weist darauf hin, dass von einer solchen Regulierungsmaßnahme neben Hedge-Fonds auch Banken betroffen wären, die Aktienbestände im Rahmen ihres Eigenhandels halten. Auch müssten langjährige Investoren mit der Ausübung ihres Stimmrechts warten, was gerade bei ihnen keinen Sinn mache.<sup>197</sup>

Der Geschäftsführer der Beratungsgesellschaft Close Brothers weist darauf hin, dass deutsche Unternehmen bereits mit vinkulierten Namensaktien (nur mit Zustimmung durch das Unternehmen handelbare Aktien) und mit Vorzugsaktien (Aktien mit erhöhtem Gewinnanspruch, jedoch ohne Stimmrechte) über zwei effektive Instrumente verfügten, um unliebsame Investoren fernzuhalten.<sup>198</sup>

Die bisherige Diskussion hat vor allem diese Erkenntnis gebracht: Die bisher durch Hedge-Fonds ausgelösten Krisen an den Finanzmärkten und in den von ihren Geschäften betroffenen Unternehmen haben gezeigt, dass sie die Macht haben, wirtschaftliche Entwicklungen maßgeblich zu beeinflussen und schwere internationale Krisen auszulösen.

Welche Wirkungen genau von ihnen ausgehen, ist wissenschaftlich bisher kaum untersucht. Da viele Fakten zu den Geschäftspraktiken der Fonds nicht öffentlich bekannt sind, ist das zurzeit auch schwer möglich.

Hedge-Fonds müssen daher zwecks Verbesserung der Transparenz über ihre Geschäfte reguliert werden, um unerwünschte Wirkungen zu vermeiden oder einzudämmen.

Die Festlegung, welche Wirkungen unerwünscht sind, bedingt allerdings, mit den Worten von Felix Rohatyn, Investmentbanker und US-Botschafter unter der Regierung von Bill Clinton, „(...) eine nationale Debatte darüber, welche Art von Wirtschaft und Gesellschaft man sich wünscht“.<sup>199</sup>

---

<sup>192</sup> Vgl. Financial Times Deutschland vom 17.05.2005, S. 1.

<sup>193</sup> Vgl. Börsen-Zeitung vom 20.05.2005, S. 4.

<sup>194</sup> Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 18.05.2005, S. 23.

<sup>195</sup> Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 18.05.2005, S. 23.

<sup>196</sup> Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 18.05.2005, S. 23.

<sup>197</sup> Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 18.05.2005, S. 23.

<sup>198</sup> Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 18.05.2005, S. 2.

<sup>199</sup> Vgl. Handelsblatt vom 17.05.2005, S. 7.

## Die gesetzliche Regulierung von Hedge-Fonds in Deutschland

Bis Ende 2003 waren Hedge-Fonds nicht zum öffentlichen Vertrieb auf dem deutschen Kapitalmarkt zugelassen. Seit dem 01.01.2004 wird der privat- und ordnungsrechtliche Rahmen für in- und ausländische Fonds, also auch für Hedge-Fonds, durch das *Investmentgesetz (InvG)* festgelegt; die Besteuerung regelt das *Investmentsteuergesetz (InvStG)*.<sup>200</sup> Allerdings gelten die Gesetze nur für Fonds, die in Deutschland aufgelegt worden sind. Ausländische Gesellschaften sind davon nicht betroffen.

Das InvG unterscheidet zwischen „richtlinienkonformen Sondervermögen“<sup>201</sup> – das sind Publikumsfonds, die ihr Vermögen ausschließlich in Wertpapieren anlegen, - und „sonstigen Sondervermögen“, zu denen auch Hedge-Fonds zählen. Innerhalb der „sonstigen Sondervermögen“ bilden Hedge-Fonds eine eigenständige Gruppe („Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken (Hedge-Fonds)“, 4. Kapitel InvG).

Grundsätzlich gelten die allgemeinen Vorschriften des InvG über die Verwaltung von (Investment-)Fonds für Hedge-Fonds sinngemäß, soweit hierzu keine speziellen Regeln bestehen (§ 114 InvG).

Abweichend von den allgemeingültigen Regelungen ergeben sich für Hedge-Fonds folgende Besonderheiten:

- Der Gesetzgeber hat den *öffentlichen Vertrieb* von Hedge-Fonds erheblich eingeschränkt. Dabei unterscheidet das InvG zwischen Single- und Dach-Hedge-Fonds. Während der *Single-Hedge-Fonds* sein Kapital direkt anlegen darf, müssen *Dach-Hedge-Fonds* ihr Vermögen mehrheitlich in Single-Hedge-Fonds (so genannte Ziel-Fonds) investieren. Dabei darf der Anteil eines einzelnen Ziel-Fonds am Gesamt-Portfolio des Dach-Hedge-Fonds 20 Prozent nicht überschreiten (§ 113 Abs. 4 InvG). Damit wollte der Gesetzgeber eine Mindeststreuung des Anlagerisikos gewährleisten. Die Anlagepolitik der Ziel-Fonds muss darüber hinaus zumindest eine Leverage-Strategie oder die Möglichkeit von Leerverkäufen vorsehen.
- *Single-Hedge-Fonds* dürfen nicht öffentlich vertrieben werden (§ 112 Abs. 2 InvG). Sie richten sich somit in erster Linie an Spezialfondsanleger<sup>202</sup> oder werden im Wege des Private Placement („Privatplatzierung“) gezielt ausgewählten Anlegern zum Erwerb angeboten. Sollen Hedge-Fonds einer breiten Anlegerschicht angeboten (Publikumsfonds), also öffentlich vertrieben werden, ist die Kapitalanlagegesellschaft (KAG) zur Auflegung eines Dach-Hedge-Fonds verpflichtet.

Single-Hedge-Fonds sind weitgehend frei in der Auswahl der Anlagen, in die sie ihr Kapital investieren wollen (§ 112 Abs. 1 S. 1 InvG). D. h. ihnen stehen grundsätzlich die gleichen Investitionsmöglichkeiten offen wie jedem klassischen Investmentfonds. Allerdings gilt auch für sie der abschließende Katalog des InvG (§ 2 Abs. 4 Nr. 1 bis 4 und Nr. 7 bis 9 InvG). Danach sind als Anlageobjekte aber nur Immobilien und Immobiliengesellschaften ausgeschlossen. Im

---

<sup>200</sup> Vgl. BDO, Investmentgesetz/Investmentsteuergesetz, S. 9.

<sup>201</sup> Unter einem „Sondervermögen“ versteht man im Wesentlichen das Portfolio des Fonds, also die Summe seiner Finanzanlagen.

<sup>202</sup> Spezialfonds werden im Auftrag institutioneller Anleger aufgelegt, die gleichzeitig in diese Fonds investieren. Gesetzlich definiert sind sie als Fonds, in denen nicht mehr als 30 Anleger investiert haben.

Unterschied zu herkömmlichen Investmentfonds dürfen Hedge-Fonds darüber hinaus auch in stille Beteiligungen an deutschen Unternehmen, Edelmetalle, Unternehmensbeteiligungen und an organisierten Märkten gehandelte Terminkontrakte zu Waren investieren.

Da keine Beschränkung auf spezifische Formen von Unternehmensbeteiligungen gemacht wird, können Hedge-Fonds auch in den Private Equity- und Venture Capital-Markt investieren. Damit Profil und Marktsegment von Hedge-Fonds für den Anleger aber klar erkennbar bleiben und sich die Grenzen zu Private Equity-Fonds nicht verwischen, beschränkt das InvG den Anteil des Fonds-Vermögens an nicht börsennotierten und nicht in einen organisierten Markt einbezogenen Unternehmen auf insgesamt 30 Prozent (§ 112 Abs. 1 S. 3 InvG).

Single-Hedge-Fonds müssen bei der Auswahl ihrer Anlageobjekte außerdem keine Ländergrenzen oder Gewichtungsbegrenzungen für einzelne Anlagen im Portfolio beachten. Einzige gesetzliche Vorgabe ist die Verpflichtung, den Grundsatz der Risikomischung zu befolgen (§ 112 Abs. 1 InvG). Und: Der Investmentvertrag muss die Anwendung typischer Hedge-Fonds-Strategien vorsehen (§ 112 Abs. 1 Nr. 1 und 2 InvG). Dazu gehören z. B.:

- die Steigerung des Investitionsgrades über die grundsätzlich unbeschränkte Aufnahme von Krediten oder über den Einsatz von Derivaten (Leverage)

oder

- der Verkauf von Vermögensgegenständen für gemeinschaftliche Rechnung der Anleger, die im Zeitpunkt des Geschäftsabschlusses nicht zum Sondervermögen gehören (Leerverkauf), § 112 Abs. 1 Nr. 1 und 2 InvG.

Im Unterschied zu Publikumsfonds sind Leerverkäufe und kreditfinanzierte Anlagen prinzipiell ohne Einschränkungen zulässig (§ 112 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 f. InvG). Allerdings enthält das Gesetz eine Verordnungsermächtigung des Bundesministeriums der Finanzen, wonach der Einsatz dieser Instrumente beschränkt oder sogar untersagt werden kann, um eine missbräuchliche Nutzung zu vermeiden (§ 112 Abs. 3 InvG).

- Für *Dach-Hedge-Fonds* gelten weitere Bestimmungen: Nicht mehr als zwei Ziel-Fonds eines Dach-Hedge-Fonds-Sondervermögens dürfen von derselben KAG emittiert worden sein, und nicht mehr als zwei Ziel-Fonds dürfen von demselben Fondsmanager verwaltet werden.

Mindestens 51 Prozent der Anlage muss der Dach-Fonds in Hedge-Fonds investieren. Dabei darf maximal 20 Prozent des Fondsvermögens in einen einzelnen Ziel-Fonds investiert werden. Bis zu 49 Prozent des Sondervermögens können in Bankguthaben und Geldmarktinstrumenten angelegt werden.

Außerdem darf ein Ziel-Fonds seine Mittel nicht in einem anderen Ziel-Fonds anlegen (*Kaskadenfonds*). Dadurch sollen mehrstufige Fonds-Strukturen ausgeschlossen werden.

Auch Dach-Hedge-Fonds unterliegen wie klassische Investmentfonds der Prospektspflicht, müssen allerdings neben dem ausführlichen Prospekt nicht zusätzlich einen vereinfachten Prospekt erstellen (§ 117 InvG). Der Prospekt muss neben den für alle Investmentfonds geltenden Informationspflichten (§ 42 InvG)

zusätzlich um Hedge-Fonds-spezifische Informationen ergänzt werden. Dazu gehören z. B. Angaben

- zu den Grundsätzen, nach denen die Ziel-Fonds ausgewählt werden
- zum Umfang, in dem Anteile ausländischer, nicht beaufsichtigter Ziel-Fonds erworben werden dürfen
- zum Umfang, in dem die Ziel-Fonds Kredite aufnehmen und Leerverkäufe tätigen dürfen, ergänzt um Hinweise zu den damit ggf. verbundenen Risiken
- zur Gebührenstruktur der Ziel-Fonds
- zu den Rücknahmebedingungen.

Der Verkaufsprospekt muss an auffälliger Stelle den Warnhinweis enthalten: „Der Bundesminister der Finanzen warnt: Bei diesem Investmentfonds müssen Anleger bereit und in der Lage sein, Verluste des eingesetzten Kapitals bis hin zum Totalverlust hinzunehmen“ (§ 117 Abs. 2 InvG).

Auch Hedge-Fonds müssen nach dem Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) melden, wenn ihr Anteilsbesitz an einer Aktiengesellschaft bestimmte Schwellenwerte erreicht, bzw. über- oder unterschritten hat. Die Grenzwerte liegen zwischen fünf und 75 Prozent.

Bei Derivaten und Leerverkäufen greifen diese Vorschriften in der Praxis allerdings nicht. Bundesfinanzminister Hans Eichel wurde in 2001 aktiv, Leerverkäufe zu regulieren, gab dieses Vorhaben jedoch bald auf. Die in Deutschland am Kapitalmarkt auftretenden Hedge-Fonds sind vorwiegend ausländische Gesellschaften, die diesen Publizitätspflichten somit nicht unterliegen.<sup>203</sup> Die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW) forderte jüngst ein „Vermummungsverbot“ für Hedge-Fonds, um mehr Transparenz zu erreichen.

---

<sup>203</sup> Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 12.05.2005, S. 23.

## 9. Schlusswort

Auf den Finanz- und Kapitalmärkten schien sich in den letzten Monaten ein unaufhaltsamer Siegeszug des kapitalmarktorientierten, angloamerikanischen Systems abzuzeichnen. Der Ansatz fußt auf der *Effizienzmarkttheorie*, die von dem Grundgedanken ausgeht: Der Markt hat immer recht. Dahinter steht die theoretische Annahme, dass alle an einem Kapitalmarkt gehandelten Vermögenswerte jederzeit „richtig“ bewertet sind, weil alle den Wert beeinflussenden Informationen bereits im Preis berücksichtigt sind. Nach dieser Theorie spiegelt der Marktpreis zwingend den tatsächlichen Wert einer Anlage bzw. eines Unternehmens wider.

Doch so perfekt wie wissenschaftliche Modelle funktioniert die Praxis nicht. Wir haben erläutert, dass Märkte in der Wirklichkeit unvollkommen sind, d. h. dass ihre Mechanismen auch versagen können, weil die einzelnen Marktteilnehmer eben nicht über vollständige Informationen verfügen und der Markt dadurch zwangsläufig „falsche“ Preissignale setzt. Nur dank dieses Informationsgefälles funktioniert aber z. B. das Geschäft der Hedge-Fonds. Der amerikanische Finanzmarktexperte Fischer Black hat festgestellt, dass es gerade die Ineffizienzen – also die Mängel – in der Preisbildung sind, die den Handel in Bewegung halten. Sie schaffen liquide Märkte, d. h. sorgen dafür, dass überhaupt Anbieter und Nachfrager am Kapitalmarkt vorhanden sind, dass sie kaufen und verkaufen wollen.<sup>204</sup>

Hinzu kommt die in der Praxis ebenfalls nicht haltbare Annahme ökonomischer Modelle, der Mensch handele rational. Dass dem – gerade im Umgang mit Geld – nicht so ist, wurde zum Ausgangspunkt für einen neueren wissenschaftlichen Ansatz, der „Behavioral Finance“.

Zu zeigen versucht haben wir außerdem, dass die extreme Ausprägung des Shareholder Value-Gedankens im amerikanischen Modellansatz zu hohen Risiken nicht nur für die Finanzmärkte führt, sondern auch für die über ihre Kapitalbeschaffung mit den Finanzmärkten verbundenen Unternehmen. Die USA haben daher Bestrebungen nach mehr Regulierung entwickelt, z. B. den Sarbanes-Oxley-Act – eine Reaktion auf Finanz- und Bilanzskandale um die Konzerne Worldcom und Enron.

Die Diskussion über das angemessene Maß zwischen Freiheit der Märkte und Regulierung möglicher Risiken ist also in Bewegung geraten.

Wichtig war uns die Feststellung, dass die Aktivitäten von Finanzinvestoren in Deutschland nicht pauschal bewertet werden dürfen. Es bestehen große Unterschiede, schon allein zwischen Hedge-Fonds und Beteiligungs- bzw. Private Equity-Gesellschaften. Und selbst innerhalb jeder Kategorie finden wir keine homogenen Gruppen.

Zwar ist der Trend zur Erzielung immer höherer Renditen in immer kürzerer Zeit gegenwärtig noch ungebrochen. Beteiligungsgesellschaften geraten über die Kreditgeber ihrer Investments selbst unter stärkeren Druck und haben weniger Zeit als früher, die erworbenen Unternehmen zu entwickeln. Die Finanzierungspraxis insgesamt ist kurzfristiger orientiert und risikofreudiger.

Trotzdem ist es angebracht, sich jeden Einzelfall genau anzuschauen und nicht vorschnell zu urteilen.

---

<sup>204</sup> Vgl. Die ZEIT vom 25.05.2005, S. 38.

Für die Beschäftigten in den Unternehmen bedeutet die verstärkte Tätigkeit von Finanzinvestoren in Deutschland vor allem Angst um den Verlust des Arbeitsplatzes. Durch den Renditedruck, den der Shareholder-Value-Ansatz erzeugt, sind sozialverträgliche Lösungen schwerer zu erreichen; die Konflikte werden härter; Arbeitsplätze dürften künftig schneller und in größerem Umfang gefährdet sein.

Auch die deutsche Mitbestimmung wird durch diese Entwicklungen weiter unter Druck geraten, obwohl sie von einzelnen Finanzinvestoren ausdrücklich zu den Standortvorteilen in Deutschland gezählt wird.<sup>205</sup> Dabei ist durchaus offen, auf welche Seite sich die Manager deutscher Unternehmen stellen werden. Einerseits sind – vermittelt über die deutsche Mitbestimmung in Betriebs- und Aufsichtsräten – neue Koalitionen zwischen ihnen und den Arbeitnehmervertretern denkbar. Ziel könnte sein, gemeinsam eine nachhaltige Strategie für das Unternehmen zu unterstützen, in der sich Investitionen zwar erst langfristig, dafür aber vielleicht dauerhaft rechnen.

Andererseits wirbt das Shareholder-Value-Modell mit finanziellen Anreizen um die Führungskräfte, mit dem Ziel, die Geschäftsführung auf die Unternehmensstrategien der Investoren hin zu verpflichten. Auch die Diskussionen um Vorstandsgehälter und erfolgsabhängige Vergütungssysteme für Manager sind Ausdruck dieses Trends.

Schaut man sich Europa insgesamt an, so wird sichtbar, dass der Shareholder-Value-Ansatz weder flächendeckend noch unverändert übernommen wird. So gibt es stärkere Bestrebungen, ungebremstes Handeln an den Finanzmärkten durch Regulierung zu verhindern und Beteiligungsrechte von Arbeitnehmern zu verankern, wenn auch in unterschiedlichem Maße.

Mehr denn je ist es daher erforderlich, einen gemeinsamen europäischen Weg im Umgang mit Finanzmärkten und Finanzinvestoren zu finden. Grundlagen dafür gibt es bereits.

Die Befürworter von Beteiligungskapital vertreten die These, dass Finanzinvestoren die Effizienz der Unternehmen verbessern, also die Produktivität steigern. Allerdings entstehen im Verlauf dieses Optimierungsprozesses soziale Kosten, z. B. durch Arbeitslosigkeit, die vom Unternehmen auf die Allgemeinheit verlagert werden, während die Effizienzgewinne bestenfalls im Unternehmen verbleiben, im schlechtesten Fall an die Anteilseigner bzw. Finanzinvestoren abfließen. Hier bedarf es einer kritischen Debatte, wie diese Kosten internalisiert werden können, wie also das Kosten verursachende Unternehmen an ihrer Begleichung angemessen beteiligt werden kann.

Entscheidend ist nicht die Frage, ob es moralisch vertretbar ist, dass Investoren Gewinne erzielen wollen. Da es in einer Marktwirtschaft Situationen gibt, die gesamtwirtschaftlich zwar optimal sind, die im Einzelfall aber gravierende Nachteile erzeugen, brauchen wir auch eine offene Diskussion darüber, wie wir solche Nachteile für die Betroffenen mildern oder ausgleichen – und wie wir im Falle positiver Ergebnisse eine gerechte Partizipation an den Produktivitätsgewinnen ermöglichen können.

---

<sup>205</sup> Vgl. Börsen-Zeitung vom 23.02.2005, S. 12.

## 10. Glossar

*Acting in concert:* Nach deutschem Recht ein verbotenes abgestimmtes Verhalten von Anteilseignern, die über mehr als 30 Prozent der Stimmrechte verfügen und daher entscheidenden Einfluss auf das Unternehmen ausüben können. Nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) müssen die abgestimmt handelnden Anteilseigner das der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) anzeigen und den Minderheitsaktionären ein Übernahmeangebot machen. Mit dieser Vorschrift sollen Kleinaktionäre vor allem bei Unternehmensübernahmen vor Manipulationen durch koordiniert agierende Aktionärsgruppen geschützt werden.

*Agio:* Aufgeld, das über den Nennwert der Gesellschaftsanteile hinaus gezahlt wird. Agio plus Nennwert ergibt den Ausgabepreis.

*Arbitrage:* Ausnutzung von Kurs- oder Preisunterschieden, die Wertpapiere oder andere Handelsobjekte zur selben Zeit an verschiedenen Börsen haben können. Arbitrage ist im Vergleich zur Spekulation, bei der zeitliche Preis- und Kursschwankungen ausgenutzt werden, risikolos. Gegenstand von Arbitragegeschäften sind Effekten, Geldkapital, Gold, Devisen und börsenmäßig gehandelte Rohstoffe.

*Asset deal:* Erwerb der einzelnen Wirtschaftsgüter (Vermögen und Verbindlichkeiten) eines Unternehmens.

*Asset sales deal:* Übernahmetransaktion, bei der ein großer Teil des Kaufpreises durch Verkauf von Vermögenswerten der übernommenen Gesellschaft realisiert wird. Der Verkauf nicht betriebsnotwendiger Vermögenswerte führt zur Reduzierung des Schuldendienstes.

*Asset Stripping:* Zerschlagung eines übernommenen Unternehmens durch Verkauf von Sparten oder einzelner Wirtschaftsgüter

*Bookbuilding-Verfahren:* Das verbreitetste Platzierungsverfahren bei Börsengängen ist die Bookbuilding-Methode. Dabei bestimmt das Konsortium eine Ober- und Untergrenze für den Ausgabekurs. Innerhalb dieser Spanne zeichnen die Interessenten ihre Orders. Nach Ablauf der Frist wird der Emissionspreis festgelegt. Übersteigt die Anzahl der Aufträge das zur Verfügung stehende Aktienvolumen, müssen die Anteile zugeteilt werden.

*Bonds:* Englische Bezeichnung für Anleihe (weitere Synonyme: Rentenpapier, Obligation, Schuldverschreibung). Anleihen sind Finanzierungsinstrumente, die je nach Emittent z. B. hinsichtlich ihrer Laufzeit, Verzinsung und Währung unterschiedlich ausgestaltet werden können.

*Börsenkapitalisierung:* Wert eines Unternehmens, den es zu einem bestimmten Zeitpunkt an der Börse hat. Er berechnet sich aus der Zahl der Aktien multipliziert mit dem Börsenkurs.

*Buy-and-build-Strategie:* Zukauf von mehreren Unternehmen zwecks Aufbau einer Unternehmensgruppe.

*Buy out:* Unternehmensübernahme durch Eigenkapitalinvestoren und Management.

*BVK:* Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften - German Private Equity and Venture Capital Association e.V.

*Cash flow:* Unter einem Cash flow versteht man eine Kennzahl zur Beurteilung der

Finanz- und Ertragskraft eines Unternehmens. Er wird berechnet als Überschuss der laufenden operativen Einzahlungen über die laufenden operativen Auszahlungen. Der Cash flow ist ein Indikator für seine Ertragskraft und das Innenfinanzierungspotential eines Unternehmens, d. h. für seine Fähigkeit, aus seinem operativen (Kern-) Geschäft Finanzmittel zu erwirtschaften, um Schulden zu tilgen, Gewinne an die Anteilseigner auszuschütten und Investitionen zu tätigen.

*Cash flow deal*: Traditionelle Form eines Management Buy Out (MBO), der im Wesentlichen aus den erwirtschafteten flüssigen Mitteln eines Unternehmens finanziert wird. Schlüsselgröße ist der Cash flow, aus dem der Kapitaldienst (Zinsen und Tilgung) für das zur Finanzierung des Buy Out eingesetzte Fremdkapital getragen werden muss.

*Collateralized Debt Obligations (CDO)*: Unter einer Collateralized Debt Obligation versteht man die Umwandlung von Krediten in handelbare Wertpapiere (siehe auch CDS). Banken führen dabei mehrere Kredite zu einem Portfolio zusammen. Das wird, meist nach Risikoklassen geschichtet, in Tranchen zerlegt, die als CDO-Papiere zu risikoadjustierten Konditionen an Investoren verkauft werden.

*Commodities*: Englische Bezeichnung für Rohstoffe. Die Spekulation in Rohstoffmärkten gehört zu den klassischen Hedge-Fonds-Strategien. Die Bezeichnung wird häufig auch als Oberbegriff für Massenprodukte verwendet.

*Convertible debt*: Anleihen oder Schuldverschreibungen eines Unternehmens, die in Aktien bzw. Anteile umgewandelt werden können (auch: Wandelanleihen).

*Corporate Bonds*: Englische Bezeichnung für „Unternehmensanleihen“.

*Credit Default Swaps (CDS)*: Ein CDS ist ein Vertrag zur Absicherung von Kreditrisiken. Dabei gibt der Sicherungsverkäufer dem Sicherungskäufer die Zusage, Ausgleichszahlungen in Höhe eines ggf. eintretenden Verlustes zu übernehmen, wenn bestimmte, vorher festgelegte Ereignisse eintreten. Im Gegenzug zahlt der Sicherungsnehmer dem Sicherungsgeber eine Prämie. Ein CDS funktioniert also wie eine Kreditversicherung. Gläubiger kaufen sich Versicherungsschutz für den Fall, dass der Schuldner zahlungsunfähig wird. Da CDS standardisiert sind, können sie auch am Kapitalmarkt gehandelt werden.

*Dach-Fonds*: Indirekte Form der Fondsanlage, bei der der Dach-Fonds in andere Fonds investiert.

*Daytrader*: Marktteilnehmer, der versucht, sich sehr kurzfristige Trends an den Kapitalmärkten zunutze zu machen. Dabei kauft bzw. verkauft er Finanzinstrumente (z. B. Devisen und Optionen), um sie kurze Zeit später mit möglichst hohem Profit wieder zu verkaufen bzw. zu kaufen. Daytrader sind nie langfristig investiert.

*Debt*: Fremdkapitalfinanzierung, i. d. R. über gesicherte Bankkredite.

*Delisting*: Vorgang, ein Unternehmen von der Börse zu nehmen (Ggs.: Going public).

*Derivate*: Derivate sind von den klassischen Anlageinstrumenten (z. B. Aktien, Anleihen und Gold) oder anderen Marktprodukten (z. B. Waren und Devisen) abgeleitete handelbare Finanzprodukte wie Futures, Optionen und Swaps. Dabei werden Leistung und Gegenleistung nicht wie beim Kassageschäft Zug-um-Zug ausgetauscht, sondern im Voraus für einen späteren Zeitpunkt vereinbart.

*Deutschland AG*: Mit dem Begriff bezeichnet man das in der Zeit nach dem 2. Weltkrieg in Deutschland gewachsene Netzwerk von Banken, Versicherungen und Industriekonzernen.

*Direkte Beteiligung:* Einbringung von Gesellschaftskapital in ein Unternehmen, wodurch der Investor zum Gesellschafter wird.

*Discounted Cash flow:* Verfahren zur Bestimmung des Unternehmenswertes.

*Diskontierungsmodelle:* Bewertungsmodelle, die künftige Ertragserwartungen auf einen bestimmten Zeitpunkt abzinsen, um den Wert des Investments zu diesem Zeitpunkt zu bestimmen.

*DSW:* Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz.

*Due diligence* (engl.: Sorgfältigkeitsprüfung): Unter einer Due diligence versteht man die sorgfältige Analyse, Prüfung und Bewertung eines Objektes durch Sachverständige im Vorfeld einer geschäftlichen Transaktion (z. B. eines Unternehmens- oder Immobilienerwerbs). Als Maßstab werden die Anforderungen angelegt, die ein vorsichtiger Geschäftsmann bei der Abwicklung seiner eigenen Geschäfte anwenden würde. Die Due diligence beinhaltet insbesondere eine systematische Stärken-/Schwächen-Analyse des Kaufobjekts und eine Analyse der mit dem Kauf verbundenen rechtlichen, finanziellen und personellen Risiken. Die Due diligence sucht nach so genannten Dealbreakern. Das sind Sachverhalte, die einem Kauf im Wege stehen und ihn zum Scheitern bringen könnten (z. B. Bodenkontaminierung).

*Early stage-Finanzierung:* Finanzierung der Frühphase eines Unternehmens, beginnend von der Finanzierung der Konzeption bis zum Start der Produktion und Vermarktung (auch Seed- oder Start up-Finanzierung).

*Eigenkapital:* Reinvermögen des Unternehmens, berechnet als Differenz zwischen seinem Vermögen und seinen Schulden.

*EBIT* (Earnings before interest and taxes; Betriebsergebnis vor Zinsen und Steuern): Ergebnisgröße, die bei der Unternehmensbewertung unter Außerachtlassung der Finanzierung(sstruktur) verwendet wird.

*EBITDA* (Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization; Betriebsergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen auf Sachanlagen und immaterielles Vermögen).

*Equity:* Eigenkapital.

*Exit:* Ausstieg eines Investors aus einer Beteiligung durch Veräußerung seines Anteils im Wege von z. B. Buy back, trade sale, secondary purchase oder Going public.

*Free Cash flow:* Cash flow (Mittelzufluss) aus operativer Tätigkeit abzüglich Mittelabfluss für Sachinvestitionen.

*Fremdkapital:* Schulden eines Unternehmens, berechnet als Differenz zwischen seinem Vermögen und seinem Eigenkapital.

*Fund raising:* Einwerben von Fondsmitteln; Startphase eines Fonds, in der bei institutionellen, industriellen oder privaten Anlegern für die Zeichnung von Fondsanteilen geworben wird.

*Geierfonds* (engl. Vulture Capitalist): Fonds, deren Geschäft in erster Linie im Handel mit notleidenden Krediten besteht. Sie sammeln Geld bei Pensionsfonds und anderen institutionellen Anlegern, kaufen notleidende Kredite mit großen Abschlägen ein und versuchen, einen Teil dieser Kredite einzutreiben. Beispiele für Fonds mit solchen Strategien sind: Lone Star, Cerberus, Oak Tree. Solche Finanzinvestoren investieren in insolvente oder insolvenzreife Krisenunternehmen und verwerten deren noch veräußerbares Vermögen.

*Going private*: Rückkauf eines Unternehmens von der Börse in privates Eigentum (Gegensatz: *Going public*).

*Going public*: Gang eines Unternehmens an die Börse (Gegensatz: *going private*)

*Hedge-Fonds*: Hedge-Fonds sind spezielle Arten von geschlossenen Investmentfonds. Sie werden aufgrund der besonderen Risiken ihrer Anlagepolitik vom Investmentgesetz (InvG) als „Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken“ bezeichnet. So dürfen sie anders als klassische Investmentfonds in alle Anlagegegenstände außer Immobilien und Immobiliengesellschaften investieren und auch so genannte Leerverkäufe tätigen. Unterschieden wird zwischen Single-Hedge-Fonds, die ihr Kapital direkt in verschiedene Anlageformen investieren, und Dach-Hedge-Fonds, die in andere Single-Hedge-Fonds (so genannte Ziel-Fonds) investieren. In Deutschland sind Single-Hedge-Fonds nicht zum öffentlichen Vertrieb zugelassen.

*High Yield-Markt*: High-Yield-Bonds sind festverzinsliche Wertpapiere schlechterer Kreditqualität. D. h. der Schuldner besitzt eine niedrige Bonität. Sie werden von den Rating-Agenturen in der Regel als  $BB^+$  oder schlechter eingestuft, bieten höhere Renditen als Bonds mit besseren Ratings, beinhalten allerdings auch höhere Risiken.

*Holding period*: Zeit, in der ein Investment im Portfolio verbleibt.

*Hurdle rate*: Basisvergütung, die der Investor vorrangig vor einer Gewinnbeteiligung des Managements erhält.

*Immobilienfonds, offener*: Rechtlich unselbständiges Sondervermögen, das von einer Kapitalanlagegesellschaft getrennt von ihrem eigenen Gesellschaftsvermögen verwaltet wird. Ein offener Immobilienfonds investiert überwiegend in Immobilien und Immobiliengesellschaften. „Offen“ wird diese Art von Fonds genannt, weil der Anlegerkreis, die Anzahl der erworbenen Immobilien und die Laufzeit der Anlage grundsätzlich unbegrenzt sind. Die Anteile können jederzeit zum aktuellen Kurswert verkauft werden. Unterschieden werden Publikumsfonds und Spezialfonds.

*Institutionelle Anleger*: Gruppe von Kapitalmarktteilnehmern in der Rechtsform einer juristischen Person (AG, KGaA, GmbH), deren gemeinsames Merkmal außerdem häufig ein hohes Anlagevermögen ist. Beispiele: Banken, Versicherungen, Bausparkassen, Pensionsfonds, Investmentfonds.

*Investmentfonds* (Fonds, franz: Kapital): Investmentfonds (engl.: Fund) sind Sondervermögen einer Investmentgesellschaft. Investmentfonds bündeln die Kapitaleinlagen mehrerer Anleger und legen sie mit dem Ziel einer möglichst breiten Risikostreuung in verschiedenen Vermögenswerten (Wertpapieren, Geldmarktinstrumenten, Immobilien, stille Beteiligungen) an. Ein Investmentfonds (bzw. sein Sondervermögen) entspricht dem gesamten, von seinen Anlegern eingezahlten Kapital und den damit erworbenen Vermögenswerten.

*IPO* (Initial Public Offering): Im angloamerikanischen Raum Bezeichnung für die öffentliche Erstemission von Anteilen junger und mittelständischer Unternehmen.

*IRR* (Internal Rate of Return): Interner Zinsfuß; finanzmathematische Methode zur Berechnung der Rendite eines Investments.

*Junk bonds* („Ramschanleihen“): Anleihen eines Emittenten mit geringer Bonität und daher hohem Investitionsrisiko bis hin zum Totalverlust des eingesetzten Kapitals.

*Kapitalmarkt*: Oberbegriff für alle Märkte, an denen Anleger Kapital zum Zwecke der Vermögensmehrung investieren können. Der organisierte Kapitalmarkt handelt mit Wertpapieren (Anleihen, Rentenpapiere, Aktien). Am nicht organisierten Kapitalmarkt

werden z. B. Darlehen, Beteiligungen, Hypotheken, Hypotheken- und andere langfristige Finanzierungskredite gehandelt. Der Gläubiger erhält sein Geld hier in der Regel erst bei Fälligkeit der Forderung zurück.

*Later stage-Finanzierung* (engl.: Spätphasenfinanzierung): Finanzierung von Expansionen, Übernahmen, Überbrückungen etc. bei kleinen und mittelständischen Unternehmen.

*Leerverkauf*: Bei einem Leerverkauf spekuliert der Verkäufer darauf, von einem erwarteten Kursverfall zu profitieren. Dazu leiht er sich gegen Zahlung einer Gebühr bzw. Prämie Wertpapiere (z. B. von Investmentbanken) und verkauft sie an andere Marktteilnehmer. Ist der Kurs wie erwartet gefallen, kann er die Papiere zu einem günstigeren Kurs am Markt einkaufen und an den Entleiher zurückgeben. Die Spanne zwischen dem Verkaufs- und Rückkaufspreis bezeichnet man als Arbitrage.

*Letter of intend (LOI)*: Schriftliche, unverbindliche Absichtserklärung eines Investors zur Beteiligung an dem Unternehmen, die die wesentlichen Rahmenvereinbarungen der angestrebten Investition enthält.

*Leveraged Buy out (LBO)*: Unter einem LBO versteht man eine spezifische Investitionsform, bei der zur Finanzierung eines Unternehmenskaufs ein möglichst hoher Anteil an Fremd- und wenig Eigenkapital eingesetzt wird.

*Listing*: Notierung eines Unternehmens an der Börse (Ggs.: Delisting).

*Mittelständische Beteiligungsgesellschaft*: Öffentlich geförderte Beteiligungsgesellschaften, die mit Ausnahme von Bremen in jedem Bundesland tätig sind und sich aus dem ERP-Programm refinanzieren. Öffentliche Beteiligungsgesellschaften engagieren sich vorrangig als typische stille Gesellschafter, seltener auch in Form einer Direktbeteiligung.

*Management Buy in (MBI)*: Übernahme eines Unternehmens durch ein externes Management mit finanzieller Unterstützung von Investoren, die Eigenkapital einbringen.

*Management Buy out (MBO)*: Übernahme eines Unternehmens durch das vorhandene Management, in der Regel mit Hilfe von Investoren, die Eigenkapital einbringen.

*Offene Beteiligung*: Direkte Beteiligung an einem Unternehmen durch Übernahme von Unternehmensanteilen.

*Partiarisches Darlehen*: Darlehen, bei dem der Darlehensgeber Mitspracherechte an Unternehmensentscheidungen erhält.

*Pay back*: Summe aus investiertem Betrag und Veräußerungsgewinn, die beim Ausstieg aus der Beteiligung realisiert wird.

*Pipe*: Private Investment in Public Equity; Investition einer Beteiligungsgesellschaft in ein börsennotiertes Unternehmen.

*Portfolio*: Summe des Kapitals einer Kapitalbeteiligungsgesellschaft, das in verschiedenen Beteiligungen angelegt ist.

*Pre IPO*: Beteiligungsfinanzierung vor einem Börsengang.

*Private debt*: Fremdkapital, das vorwiegend von institutionellen Investoren, i. d. R. ohne Abwicklung über eine Bank im Zuge einer Privatplatzierung zur Verfügung gestellt wird.

*Private Equity*: Private Equity ist eine eigene Anlageklasse und bildet den Oberbegriff für alle Formen der Beteiligung an einem Unternehmen mit Eigenkapital. Unter Private

te Equity versteht man auch die Investition in nicht börsennotierte Unternehmen mit Eigenkapital. Dabei steht der Begriff „Private“ für „nicht öffentlich“ (Finanzierung außerhalb des öffentlich zugänglichen Kapitalmarkts) und „Equity“ für „Eigenkapital“. Das Pendant bildet das Public Equity.

Im Unterschied zum Fremdkapital nimmt der Eigenkapitalgeber uneingeschränkt am Gewinn und Verlust eines Unternehmens teil, so dass seine Renditeforderungen grundsätzlich höher sind als die von Kreditgebern.

*Private high yield bond:* Privat, d. h. außerhalb der Börse platzierte Hochzinsanleihe.

*Private placement:* Private Platzierung (ohne Inanspruchnahme der Börse) von Aktien (Ggs.: public offering).

*Public Equity:* Mit dem Begriff bezeichnet man die Finanzierung über Eigenkapital, das an Börsen in Form von Aktienkapital aufgenommen wird.

*Public offering:* Öffentliches Angebot von Aktien über die Börse (Ggs.: Private placement).

*Publikumsfonds:* Fonds, deren Anteilsscheine von jedem erworben werden können (Ggs.: Spezialfonds). Bei Publikumsfonds werden z. B. unterschieden: Aktien-, Renten-, Immobilien-, Geldmarkt-, Dach-, Misch-, Garantie-, Index-, Laufzeit- und seit 2004 in Deutschland zum öffentlichen Vertrieb zugelassene Hedge-Fonds.

*Raider* (engl.: Räuber): Als Raider bezeichnet man besonders aggressiv agierende Beteiligungsgesellschaften. Sie identifizieren unterbewertete Unternehmen und versuchen, in den Besitz einer Stimmrechtsmehrheit zu gelangen, häufig durch eine feindliche Übernahme. Anschließend verkaufen sie die lukrativen Sparten und Vermögensgegenstände des Unternehmens, ziehen Barmittel ab und entlassen dabei zur Kostenreduzierung i. d. R. auch große Teile der Belegschaft.

*Rangrücktritt:* Erklärung eines Darlehensgebers für den Fall der Insolvenz, bei der Verteilung der Insolvenzmasse mit seiner Forderung im Rang hinter alle anderen Gläubiger zurückzutreten und somit als Letzter berücksichtigt zu werden. Durch die Rangrücktrittserklärung erhält das Darlehen quasi Eigenkapitalcharakter.

*REIT:* Abkürzung für Real Estate Investment Trust; börsennotierte Immobiliengesellschaften, die unter bestimmten Voraussetzungen von der Zahlung der Ertragssteuern befreit sind. Dafür muss z. B. der überwiegende Teil der laufenden Einnahmen aus Immobilien stammen und ein Großteil der Gewinne an die Aktionäre ausgeschüttet werden. Auf der Ebene der Anteilseigner sind die Gewinne allerdings zu versteuern. 2006 sollen REITs auch in Deutschland zugelassen werden.

*Rendite:* Synonym für Ertragsrate, Kapitalverzinsung oder Return on Investment (RoI). Die Rendite gibt das Verhältnis von Gewinn zum eingesetzten Kapital an, wird meist als Prozentsatz angegeben und auf Jahresbasis berechnet.

*SdK:* Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger.

*SEC* (Securities and Exchange Commission): Börsenaufsichtsbehörde der USA.

*Secondary buy out:* Weiterveräußerung einer Beteiligung.

*Seed capital:* Finanzierung der Ausreifung und Umsetzung einer Idee in verwertbare Resultate bis hin zum Prototyp.

*Subordinated debt:* Nachrangiges Darlehen, das im Verhältnis zu anderen Gläubigern mit einem Rangrücktritt versehen ist. Eine solche Erklärung (Subordination) bewirkt, dass die Ansprüche der Gläubiger im Falle einer Liquidation, einer Insolvenz oder

eines Nachlassverfahrens während der Laufzeit des Darlehens hinter den Ansprüchen einiger oder aller anderen Gläubiger zurück treten. Wegen der Nachrangigkeit fordern die Nachrangdarlehensgeber neben einer fixen Vergütung in der Regel einen gewinnabhängigen Risikoaufschlag für die Kapitalüberlassung.

*Senior debt:* Bankkredit, der im Falle der Insolvenz oder Liquidation des Unternehmens vorrangig vor dem Eigenkapital und Mezzaninem Kapital bedient wird.

*Share deal:* Kauf von Geschäftsanteilen eines Unternehmens.

*Spezialfonds:* Fonds bzw. Sondervermögen, bei denen die Anzahl der Anleger gesetzlich auf 30 begrenzt ist.

*Spin-off:* Ausgliederung einer Abteilung oder eines Unternehmensteils aus einem Unternehmen oder einem Konzern.

*Squeeze out:* Aktienrechtliche Regelung, die das zwangsweise Ausscheiden von Minderheitsgesellschaftern gegen Barabfindung regelt. Voraussetzung ist, dass ein Aktionär mindestens 95 Prozent der Stimmrechte hält.

*Start up-Finanzierung:* Finanzierung einer Unternehmensgründung.

*Stille Beteiligung:* Beteiligung an einer Gesellschaft, bei der der Gesellschafter nach außen nicht in Erscheinung tritt und die Beteiligung nicht in das Handelsregister eingetragen wird. Sie wird in der Regel mit einem festen Zins und erfolgsabhängiger Komponente vergütet. Der so genannte typische stille Gesellschafter partizipiert am Gewinn und am Verlust der Gesellschaft, der atypisch still Beteiligte wird darüber hinaus am Vermögen und damit auch am Vermögenszuwachs (den stillen Reserven) der Gesellschaft beteiligt.

*Streubesitz/Festbesitz* (von Aktien): Als Festbesitz gelten alle Anteile eines Anteilseigners, die zusammen mindestens fünf Prozent des auf eine Aktiengattung entfallenden Grundkapitals ausmachen. Unabhängig von der Höhe der Beteiligung zählen zum Festbesitz alle Anteile eines Aktionärs, die einer gesetzlichen oder vertraglichen Sperrfrist hinsichtlich ihrer Veräußerbarkeit von mindestens sechs Monaten unterliegen.

Zum Streubesitz gehören alle Anteile, die von Vermögensverwaltern und Treuhandgesellschaften, Fonds, Pensionsgesellschaften, Unternehmensbeteiligungsgesellschaften, Kapitalanlagegesellschaften und ausländischen Investmentgesellschaften mit kurzfristigen Anlagestrategien gehalten werden. Eine ebenfalls gebräuchliche, angloamerikanische Bezeichnung für den Streubesitz lautet free float.

*Syndication:* Zusammenschluss mehrerer Eigenkapitalgeber zur Finanzierung größerer Investments mit hohem Risiko.

*Target:* Zielunternehmen für eine Unternehmensübernahme oder eine Beteiligung.

*Termingeschäft:* Ein Termingeschäft wird anders als ein so genanntes Kassageschäft nicht sofort nach Geschäftsabschluss erfüllt, sondern erst zu einem späteren Termin. Unterschieden werden zwei Arten: Das *unbedingte* Termingeschäft muss von beiden Vertragsparteien zwingend durchgeführt werden. Unbedingte Termingeschäfte sind beispielsweise Devisentermingeschäfte. Beim *bedingten* Termingeschäft erhält der Käufer das Wahlrecht, auf der Grundlage vorher festgelegter Bedingungen erst in der Zukunft über die Durchführung des Geschäfts zu entscheiden. Zu den bedingten Termingeschäften zählen z. B. Optionen.

*Turnaround-Finanzierung:* Finanzierung eines Unternehmens zur Überwindung einer wirtschaftlichen Krise.

*Venture Capital*: auch: Risikokapital; Venture Capital-Fonds finanzieren Unternehmensgründer und junge Unternehmen. Bei einem Venture Capital kann es sich auch um eine Beteiligungsfinanzierung durch Industrieunternehmen bzw. deren eigene Beteiligungsgesellschaften handeln, die neben hohen Renditen ein strategisches Konzerninteresse verfolgen.

