

Hans-Joachim Voth

Transparenz und Fairness auf einem einheitlichen europäischen Kapitalmarkt

Studie im Auftrag der Hans-Böckler-Stiftung

Auf einen Blick ...

- Gegenstand der Untersuchung ist die Frage: Wie kann der Handel an Kapitalmärkten transparenter und nach fairen Regeln gestaltet werden?
- Eine wichtige Rolle auf den Kapitalmärkten spielen Alternative Investoren, wie Private Equity und Hedge Fonds. Weil sie kaum reguliert werden, können sie helfen, Fehlbewertungen des Marktes früh zu erkennen und zu beseitigen. Die Freiheit dieser Investoren hat aber auch zu Fehlspekulationen, Betrugsfällen und Intransparenz geführt.
- Auf dieser Grundlage entwickelt das Gutachten Vorschläge, wie sich sowohl Chancen Alternativer Investments nutzen lassen als auch den von ihnen hervorgerufenen Gefahren für die Kapitalmärkte wirkungsvoll begegnet werden kann.

Transparenz und Fairness auf einem einheitlichen europäischen Kapitalmarkt

Hans-Joachim Voth
ICREA Research Professor
Universitat Pompeu Fabra
Barcelona

Inhaltsverzeichnis

1. HEDGE FONDS	4
VORTEILE – ARBITRAGE UND GERINGERE RISIKOKOSTEN	6
SYSTEMISCHE RISIKEN.....	7
BETRUG UND BEWERTUNGSPROBLEME.....	14
LÖSUNGSANSÄTZE	17
Regulierung innerhalb der OECD	17
Anreize für alternative Anlageformen.....	20
Risikosteuerung über Kapitalanforderungen an die Prime Broker („Basel III“)	21
Wiederbeleihung.....	25
Zusätzliche Anreize für Stabilität und Transparenz.....	25
ZUSAMMENFASSUNG	28
2. PRIVATE EQUITY UND INVESTORENAKTIVISMUS.....	31
DAS KONZEPT PRIVATE EQUITY	31
Überblick: Private Equity in Deutschland	31
VOR- UND NACHTEILE VON PRIVATE EQUITY-BETEILIGUNGEN.....	37
Renditen	37
Operative Verbesserungen.....	41
Ausschüttung hoher Bar-Bestände	43
MAßNAHMEN ZUR REDUKTION NEGATIVER EXTERNALITÄTEN	46
INVESTOREN-AKTIVISMUS.....	56
Ursprünge in der Übernahmewelle der 1980er Jahre	56
Hedge Fonds-Aktivismus.....	59
Maßnahmen.....	62
3. AUSBLICK	67
General Instructions.....	74

Vorwort

Was dürfen Marktteilnehmer an den Kapitalmärkten? Wie kann für Transparenz und Fairness gesorgt werden? Und welche Verfügungsrechte kann ein Investor über ein Unternehmen erlangen? In diesem Gutachten wird analysiert, welche Handlungsmöglichkeiten auf europäischer Ebene bestehen, um dem Ziel wohl regulierter, integrierter Kapitalmärkte näher zu kommen. Die Diskussion wird eingebettet in eine Betrachtung (i) der richtigen Handlungsebenen (ii) möglicher politischer Unterstützung für vorgeschlagene Reformmaßnahmen.

Im ersten Teil wird die Rolle von Hedge Fonds näher beleuchtet, wobei vor allem Gefahren für die Marktstabilität im Vordergrund stehen. Der zweite Teil widmet sich der Frage des Investorenaktivismus (auch durch Hedge Fonds) sowie den Chancen und Risiken, die mit einem Private Equity-Investment verbunden sein können.

Hans-Joachim Voth

1. Hedge Fonds

Hedge Fonds agieren auf den internationalen Kapitalmärkten ohne wichtige Beschränkungen, denen beispielsweise Investmentfonds unterliegen. Sie können Leerverkäufe tätigen – also auf fallende Kurse setzen –, Derivate handeln, durch Kreditaufnahme ihre Gewinne und Verluste vergrößern und große Positionen in einzelnen Firmen aufbauen (jenseits der Obergrenzen, die in vielen Ländern für Investmentfonds gelten; so liegt das Limit beispielsweise in den USA bei zehn Prozent).

Die potentielle Reduktion und Diversifikation von Risiken hat dazu geführt, dass immer mehr institutionelle Anleger, wie Pensionskassen und reiche Individuen, ihre Mittel in Hedge Fonds investieren. Derzeit ist die Größe der Industrie jedoch noch überschaubar – gerade einmal \$ 1.400 Mrd. sind weltweit in Hedge Fonds angelegt, im Vergleich zu beispielsweise \$ 20.200 Mrd. in Investmentfonds. Für die Zukunft wird allgemein mit einem weiteren starken Anstieg des Anlagevolumens in Hedge Fonds gerechnet (PSE 2007). Die Folgen können sowohl positiv wie auch negativ sein. Einerseits gibt es Hinweise darauf, dass sich die Risikoverteilung in entwickelten Volkswirtschaften deutlich verbessert hat. Gleichzeitig ist es denkbar, dass die Wahrscheinlichkeit einer katastrophalen Diskontinuität heute deutlich höher ist als noch vor fünf Jahren. Hinzu kommt die starke Zunahme der Korrelationen an den Anlagemärkten in Krisenzeiten („**contagion**“) sowie Sorgen um den Anlegerschutz aufgrund von falscher Bilanzierung und Bewertung.

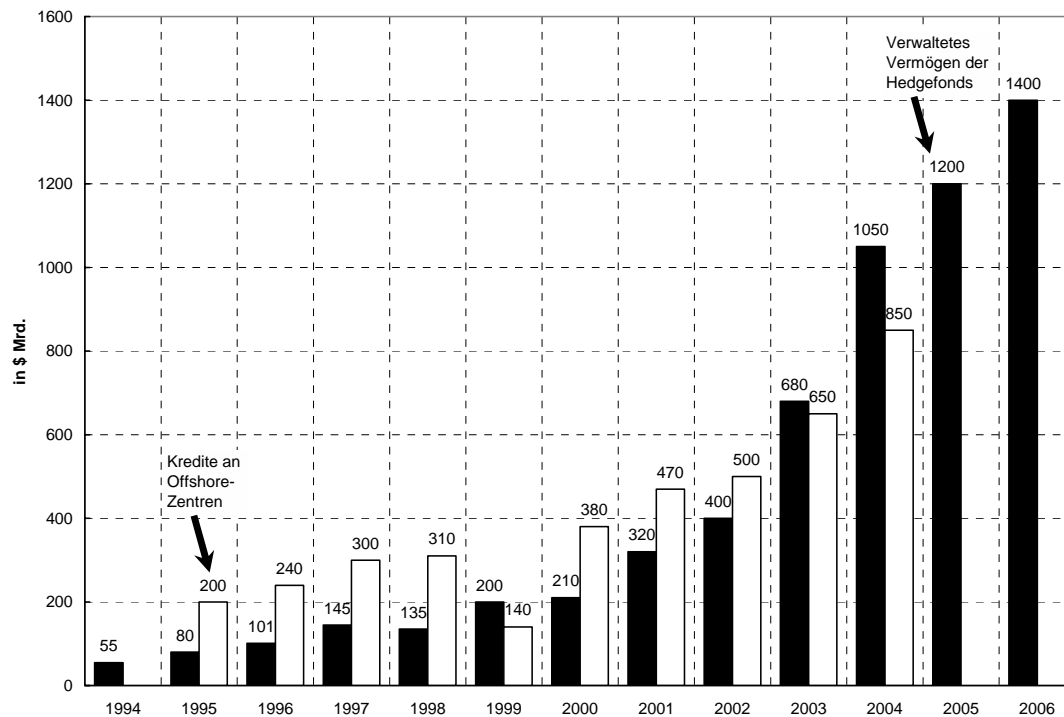
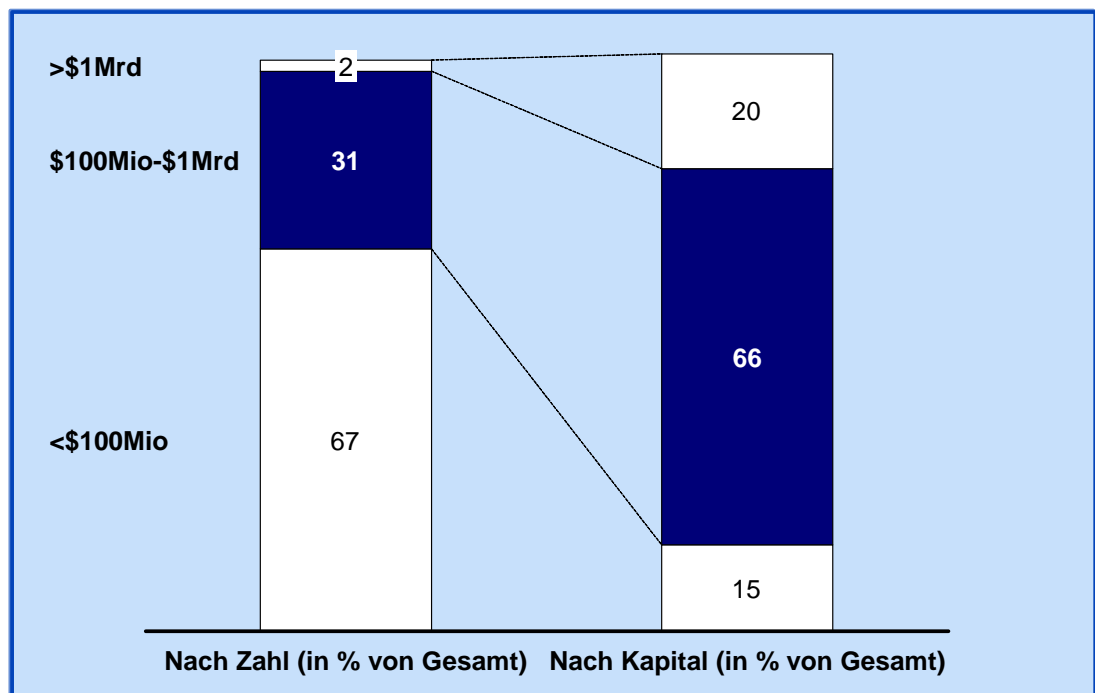


Schaubild 1: Verwaltetes Vermögen der Hedge Fonds-Industrie, 1994 bis 2006 und Kredite an Offshore-Finanzzentren

Quelle: EZB, TASS Research, Barclays

Die meisten Hedgefonds verwalten zwischen \$100 Mio. und \$1 Mrd. Verteilung nach verwaltetem Vermögen



Quelle: TASS Datenbank, 30. Juni 2005

Schaubild 2: Von Hedge Fonds verwaltete Finanzmittel

Vorteile – Arbitrage und geringere Risikokosten

Hedge Fonds können segensreich wirken, indem sie die Tiefe und Liquidität der Kapitalmärkte erhöhen. Dadurch verbessert sich die Risikoallokation. Hinzu kommt die potentiell stabilisierende Wirkung einer großen Anzahl von Arbitrageuren. So ist beispielsweise in den letzten Jahren eine breitere Verteilung von Risiken an den Kapitalmärkten zu beobachten, mit vorteilhaften Folgen für die Kapitalkosten.

Während sich die Ursachen nicht mit absoluter Gewissheit feststellen lassen, liegt es nahe, dass die Rolle neuer Risikonehmer in der Form von Hedge Fonds eine Rolle spielt. So sind wegen des umfangreichen Verkaufs von Kreditderivaten und Asset-backed Securities nur ein kleiner Teil der Kreditrisiken heute noch in den Händen der Banken, die Hypotheken und Kreditlinien eingeräumt haben. Im Gegensatz zum dramatischen **credit crunch** der frühen 1990er Jahre in den USA, der mit einem Wachs-

tumseinbruch einherging, hat die Realwirtschaft die Krise nach dem Jahr 2000 relativ unbeschadet überstanden. Während Kreditkosten und der Preis von Risiko (gemessen als Renditeabstand zwischen gut und schlecht gerateten Anleihen) stark zunahmen, wurden kaum Kredite zurückgerufen, und eine Krise im Bankensystem blieb weitgehend aus.

Auch scheint es so, dass sich zumindest einige Hedge Fonds dämpfend auf Schwankungen an den Anlagemärkten wirken. Durch ihre Möglichkeiten, Leerverkäufe zu tätigen und illiquide Investments einzugehen sowie aufgrund ihres längerfristigen Anlagehorizonts (kombiniert mit **lock up-Klauseln**) können Hedge Fonds für stabilere Kurse sorgen. So setzten einige große Hedge Fonds während der NASDAQ-Spekulationsblase auf fallende Kurse, als 1999-2000 die Aktienpreise ohne erkennbaren Grund stark anstiegen. Allerdings überlebten nicht alle der „stabilisierenden“ Spekulanten diese Episode – so brach z. B. der Tiger Fund, der auf fallende Kurse gesetzt hatte, Anfang 2000 zusammen, als immer mehr Anleger ihre Mittel abzogen. Andere Fonds (Soros) setzten auf steigende Kurse, und trugen zu den bekannten Übertreibungen bei.¹ Insgesamt jedoch ist es wahrscheinlich, dass Hedge Fonds typischerweise stabilisierend wirken.

Die Kursgewinne eines Hedge Fonds-Kursindex, wie des CSFB-Tremont, weisen nur geringe Korrelationen (weniger als 0,5) mit den Kursgewinnen an den Aktien- und Anleihemärkten auf.² Deshalb sind einige Beobachter auch der Ansicht, dass beispielsweise der enorme Rückgang der Risikoprämien weltweit mit der besseren Risikoverteilung durch Hedge Fonds zusammenhängt.

Systemische Risiken

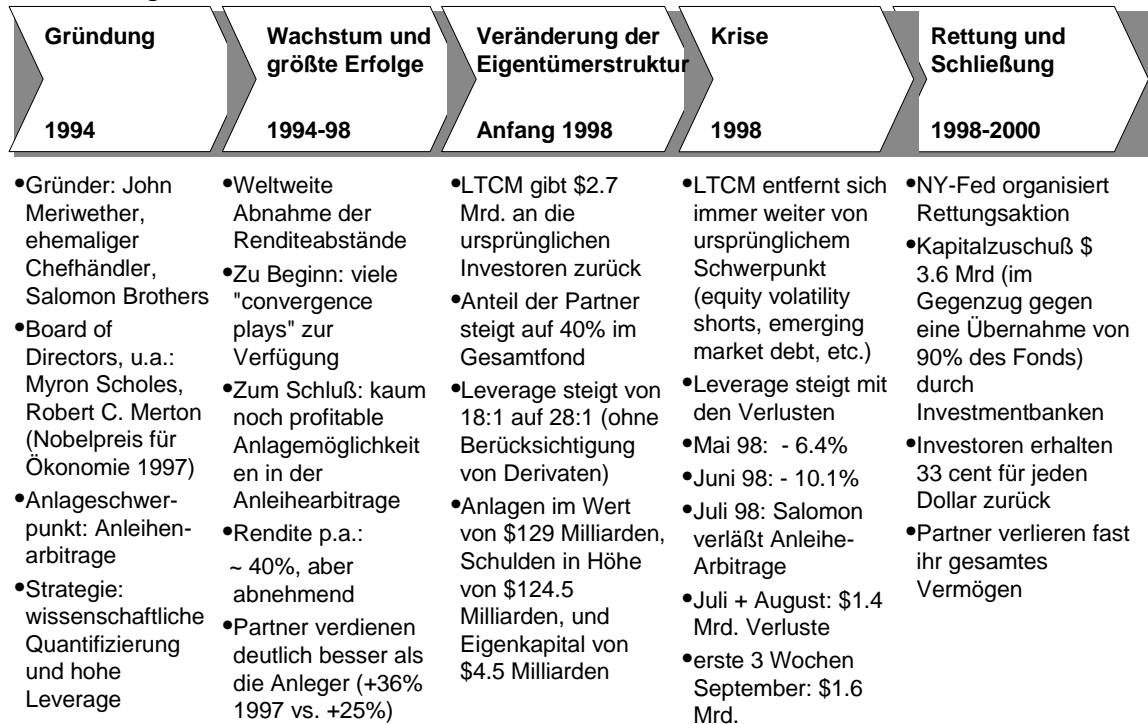
Die größte Gefahr, die von Hedge Fonds ausgeht, ist die eines systemweiten plötzlichen Zusammenbruchs mehrerer Kreditinstitutionen, möglicherweise im Verein mit einer radikalen Kurskorrektur. Der Präzedenzfall, der die größten Sorgen bereitet, ist die Krise des Hedge Fonds **Long Term**

Capital Management (LTCM) im Sommer 1998. LTCM, gegründet von Nobelpreisträgern Robert Merton und Myron Scholes sowie dem ehemaligen Chefhändler von Salomon Brothers, John Meriwether, investierte in Bondarbitrage. Die Partnerschaft war in Delaware registriert, das Anlagevehikel auf den Cayman-Inseln. Während die Renditeabstände zwischen hochspekulativen und weniger spekulativen Anleihen abnahmen, verdiente die Firma bis zu 40 Prozent pro Jahr.

Zu Beginn des Jahres 1998 gaben die Partner ihren Anlegern einen Großteil ihres Kapitals zurück. Der wesentliche Grund war ihre Absicht, ihren eigenen Anteil an den Gewinnen zu vergrößern. Nicht zuletzt wegen dieser Geschäftsentscheidung lag der Verschuldungsgrad relativ zum Eigenkapital enorm hoch. Die Firma hatte Anlagen im Wert von \$ 129 Milliarden, Schulden in Höhe von \$ 124,5 Milliarden und Eigenkapital von \$ 4.5 Milliarden – eine Eigenkapitalquote von 3,6 Prozent.³

Aufstieg und Fall von LTCM

Entwicklung von LTCM, 1994-2000



Quelle: Garbaravicius and Dierick (2005)

Schaubild 3: Die Entwicklung der LTCM-Krise

Als im Sommer 1998 die russische Regierung Zinszahlungen für eine Reihe von Anleihen einstellte, stiegen die Renditeabstände plötzlich stark an. Bis zum August verlor LTCM \$ 1,9 Mrd. und in den ersten drei Wochen des September noch einmal \$ 1,6 Mrd. Die Eigenkapitalquote fiel auf 0,5 Prozent oder \$ 200 Schulden für jeden Dollar Eigenkapital. Die Versuche, verlustreiche Positionen zu schließen, waren häufig nicht erfolgreich. Banken, die für LTCM die Handelstransaktionen ausführten, bestanden auf einem Abbau der Verschuldung. Die dadurch ausgelösten Verkäufe konnten nur mit Verlusten realisiert werden. Die Liquidität an vielen Märkten verschwand fast vollständig. So gab es für LTCM kaum noch Handelspartner, die beispielsweise Anleihen hätten kaufen können. Die fallenden Kurse sorgten bei vielen Fonds und Investmentbanken für Buchverluste, die – da man die Maximalverlustgrenzen erreichte – für weitere automatische Verkäufe sorgten, häufig in Anlagen, die nichts mit Anleihen gemein hatten. Hinzu kam, dass, als die Sorgen des Fonds zunehmend bekannt wurden, immer mehr Handelsabteilungen großer Banken prompt ähnliche Papiere verkauften wie die, auf denen LTCM saß – in der Erwartung, sie später preiswert zurückkaufen zu können.

Die größte Gefahr war eine Zahlungsunfähigkeit von LTCM. Die dadurch entstehenden Verluste bei den Banken, die dem Fonds zusammengekommen \$ 124 Mrd. geliehen hatten (vergleichbar mit der Gesamtverschuldung von Indien, Brasilien oder der Türkei), hätten für einen Zusammenbruch der Kredit- und Zahlungsströme sorgen können und unübersehbare Verluste an den Anlagemärkten verursacht. Die Federal Reserve Bank of New York organisierte deshalb eine Übernahme des Fonds durch die größten beteiligten Banken. Die fünfzehn größten Banken übernahmen den Fond für \$ 3,6 Mrd. Langfristig zahlte sich die Handelsposition von LTCM für die Banken aus – nach der Auflösung des Fonds erhielten alle ihr Kapital mit Gewinn zurück.

LTCM verlor innerhalb von 5 Monaten mehr als 90% des Anlegerkapitals

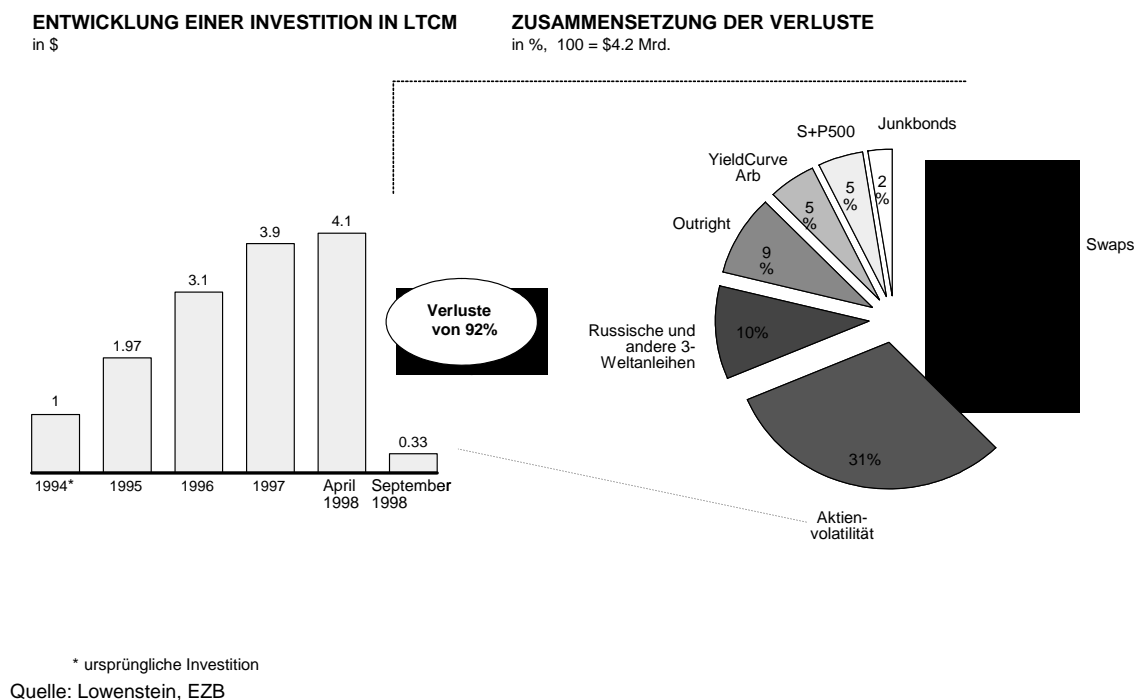


Schaubild 4: Zusammenbruch des LTCM-Fonds

Die LTCM-Episode zeigt die Gefahren intransparenter Handelspositionen, kombiniert mit hoher Verschuldung. Jede einzelne Bank, mit der LTCM handelte, hatte den Eindruck, die Situation unter Kontrolle zu haben – Kredite waren durch Hinterlegung der Wertpapiere „gesichert“, Zinsen und andere Kriterien konnten schnell angepasst werden. Doch keiner der Handelspartner von LTCM hatte Einblick in das Gesamtrisiko. Der Wert der hinterlegten Wertpapiere hing wesentlich davon ab, dass nicht gleichzeitig andere Positionen im Portfolio von LTCM verkauft werden mussten, was jedoch im Sommer 1998 genau der Fall war.

Seitdem hat sich nach Einschätzung der Federal Reserve Bank of New York sowie der FSA einiges im Risikomanagement der Banken verbessert, die als **Prime Broker** für Hedge Fonds Handelsgeschäfte tätigen. Zwar sind die Kredite an Offshore-Zentren in den letzten Jahren parallel zur Entwicklung der Hedge Fonds-Industrie insgesamt explodiert (Schaubild 1). Mittlerweile dürften über \$ 500 Mrd. an Fonds in den Cayman-

Inseln vergeben sein, noch einmal \$ 100 Mrd. an Jersey und Guernsey, \$ 50 Mrd. in Bermuda und ebensoviel in den Westindies.⁴ Nur wenige Fonds operieren mit dem gleichen Verschuldungsgrad wie LTCM. Nach Schätzungen der ECB hatten über 60 Prozent der Hedge Fonds keine Schulden, sechs Prozent hatten weniger als 100 Prozent, und nur 13 Prozent hatten mehr als das Doppelte ihres Eigenkapitals in der Form von Schulden.⁵ Die FSA schätzt (unter Berücksichtigung von Derivate-Positionen), dass der durchschnittliche Hedge Fonds ungefähr das 2,5-fache seines Eigenkapitals an Schulden einsetzt und dass die Maximalposition beim Faktor 15 liegt. Die Regeln, nach denen die Fonds Wertpapiere als Sicherheiten hinterlegen, sind deutlich weniger großzügig geworden. Banken bestehen häufig auf zeitnahen Mitteilungen über die Gewinnsituation der Hedge Fonds, für die sie Handelsdienstleistungen anbieten.

Weder die Schuldenkrise in Argentinien noch der Zusammenbruch des Hedge Fonds Amaranth im Sommer haben für wesentliche Verwerfungen gesorgt. Der Fond hatte auf steigende Gaspreise spekuliert, das Achtfache des Eigenkapitals an Schulden aufgenommen, und über \$ 6 Mrd. verloren (die Gesamtverluste im Falle von LTCM betragen \$ 4,6 Mrd. – inflationsbereinigt sind beide Verluste ähnlich). Aus Sicht der FSA und der NY-Fed ist das darauf zurückzuführen, dass sich das Risikomanagement der Banken deutlich verbessert hat.⁶ Die FSA schätzt, dass die Überbesicherung (**excess collateral**) beispielsweise bei 100 Prozent liegt, d. h. für Schulden von \$ 100 Sicherheiten in Höhe von \$ 200 hinterlegt werden.⁷ Gleichzeitig gibt es Anzeichen dafür, dass in den letzten zwei bis drei Jahren niedriger Zinsen und intensiven Bankenwettbewerbs um Hedge Fonds als Kunden die Kriterien wieder etwas gelockert worden sind. So werden beispielsweise hochgradig illiquide Sicherheiten, wie einige **OTC (over the counter)-Derivate**, zur Besicherung akzeptiert, und es wird eine Verrechnung (**netting**) von verschiedenen, auch illiquiden Sicherheiten hingenommen.

Das Ausbleiben größerer Zusammenbrüche und Krisen in den letzten neun Jahren sollte allerdings nicht zu Optimismus verleiten. Die neuen

Maßnahmen, die beispielsweise Banken vor einigen Risiken geschützt haben, können die Wahrscheinlichkeit und Schwere eines großen Einbruchs verschärfen. In einer viel beachteten Rede in Hongkong im September 2006 wies der Präsident der New York Federal Reserve, Timothy Geithner, darauf hin, dass von den neuen Hinterlegungspraktiken Gefahren ausgehen. Um ihre Handelsrisiken beispielsweise mit Hedge Fonds zu verringern, bestehen Banken auf höheren Sicherheiten (**margin**), wenn es zu einem Rückgang der Kurse kommt. Durch das Besichern der Kredite mit Wertpapieren entsteht so zusätzlicher Verkaufsdruck, wenn die Kurse zurückgehen. Für eine einzelne Institution ist die Kreditvergabepraxis sinnvoll; wird sie von der Bankbranche insgesamt angewandt, kommt es mit höherer Wahrscheinlichkeit zu einem katastrophalen Kursrückgang an den Märkten, der die simultane Zahlungsunfähigkeit einer Reihe großer Marktteilnehmer verursachen kann.

Die Folgen eines möglichen Zusammenbruchs des Gesamtmarktes werden von den einzelnen Banken in ihrer Kalkulation nicht berücksichtigt. Basel-II verschärft noch die Anreize für Kreditinstitute, solche volatilitäts-erhöhenden Regeln zu verwenden, und zwar durch die Betonung von bankinternen **Value-At-Risk-Modellen (VAR)**. VAR-Modelle beruhen auf historischen Daten und Korrelationen. Allerdings sind diese im Zeitablauf nicht konstant, sondern können sich – gerade in Krisenzeiten – dramatisch ändern. Das gilt gerade dann, wenn die Risikodiversifikation durch die Anlage in verschiedenen Asset-Klassen notwendig ist. Die VAR-Modelle senden Verkaufssignale aus, und eine Reihe gänzlich unverwandter Anlagemärkte wird vom schieren Verkaufsvolumen überwältigt – es gibt keine Gegenparteien mehr, die zu kaufen bereit wären, Kurse fallen ins Bodenlose, Fonds und Prime Broker gehen pleite. So könnte eine neue Krise post-LTCM aussehen.

Regulatoren haben in den vergangenen Jahren intensiv versucht, die Geschäftspraktiken von Hedge Fonds an den Anlagemärkten besser zu verstehen. Auffällig ist, dass die selbst marktnah agierende, gut geführte Regulatorien wie die FSA noch immer nicht über ausreichende Informationen

verfügen, um die Gefahren global abschätzen zu können. Intransparenz ist Teil des Geschäftsmodells von Hedge Fonds (Goldman Sachs handelte beispielsweise parallel zu LTCM im Sommer 1998, nachdem die Probleme des Fonds bekannt wurden, und verdiente erheblich an diesem „Angriff“ – eine Praxis, die an der Wall Street als **predatory trading** bekannt ist). So kann eine Bank, die als Prime Broker für einen Hedge Fonds agiert, immer nur einen Teil der Positionen abschätzen. Wegen der Gefahr, dass andere Teile des Portfolios große Verluste erleiden, die dann die Eigenkapitaldecke eines Fonds aufzehren, kann es zu einer systematischen Unterschätzung von Problemen kommen. Bis heute gibt es einen Mangel an umfassenden Informationen, die eine globale Einschätzung des Problems ermöglichen würden.

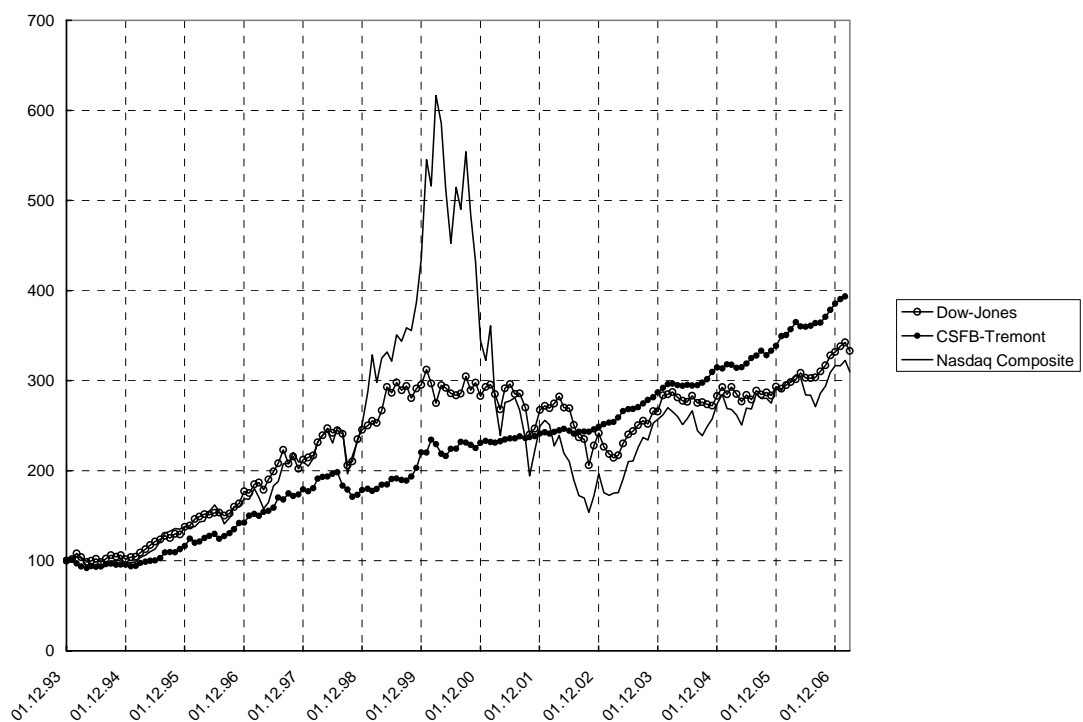


Schaubild 5: Kursentwicklung von Dow-Jones, Nasdaq-Composite, und CSFB-Tremont-Hedge Fonds-Index

Quelle: Dow-Jones, CSFB-Tremont

Betrug und Bewertungsprobleme

Neben den Gefahren für die Marktstabilität gibt es zunehmende Probleme mit Betrugsfällen in der Hedge Fonds-Industrie sowie mit der Bewertung von Portfolios. Der Traum hoher, stetiger Erträge, der zu großen Mittelzuflüssen für Fonds geführt hat, scheint auf den ersten Blick für viele Anleger wahr geworden zu sein (Schaubild 5).

Der CSFB-Index beispielsweise schaffte eine Rendite von neun Prozent in den vergangenen Jahren – kombiniert mit vergleichsweise geringer Volatilität. Weitaus weniger bekannt ist die Häufigkeit, mit der Hedge Fonds den Wert ihrer Anlagen falsch darstellen. Das Spektrum reicht von einfachen Fehlern hin zu systematischem Betrug. Die SEC beispielsweise schätzt, dass im Jahr 2005 allein Valuierungsfehler Schäden in Höhe von \$ 1,6 Mrd. verursacht haben (das entspricht einem Schaden von 0,2 Prozent). Dazu gehören auch Betrugsfälle, wie der Zusammenbruch des Hedge Fonds Bayou. Bayou, registriert auf den Cayman-Inseln und ausgestattet mit Anlegergeldern in Höhe von \$ 450 Mio., brach 2004 zusammen, nachdem der Finanzchef sich selbst angezeigt hatte. Seit 1997 hatte der Fond regelmäßig Verluste erlitten, Klienten gegenüber jedoch Gewinne in erheblichem Umfang ausgewiesen. Von den \$ 450 Mio. sind bis heute lediglich \$ 100 Mio. von der SEC ermittelt worden. Möglich wurde der Betrug unter anderem dadurch, dass der Finanzchef seine eigene Firma mit der Jahresrevision beauftragte.

Bayou war kein Einzelfall. Lipper Investments verursachte Schäden in Höhe von \$ 1,9 Mrd. und verbarg die Verluste ebenfalls durch falsches Reporting. Bei Beacon Hill Advisors wurden Hypotheken um \$ 300 Mio. zu hoch bewertet. Tradewinds International hatte angeblich \$ 18-23 Mio. Anlagegelder, von denen lediglich \$ 1,1 Mio. noch aufzufinden waren, als der Schwindel aufflog.

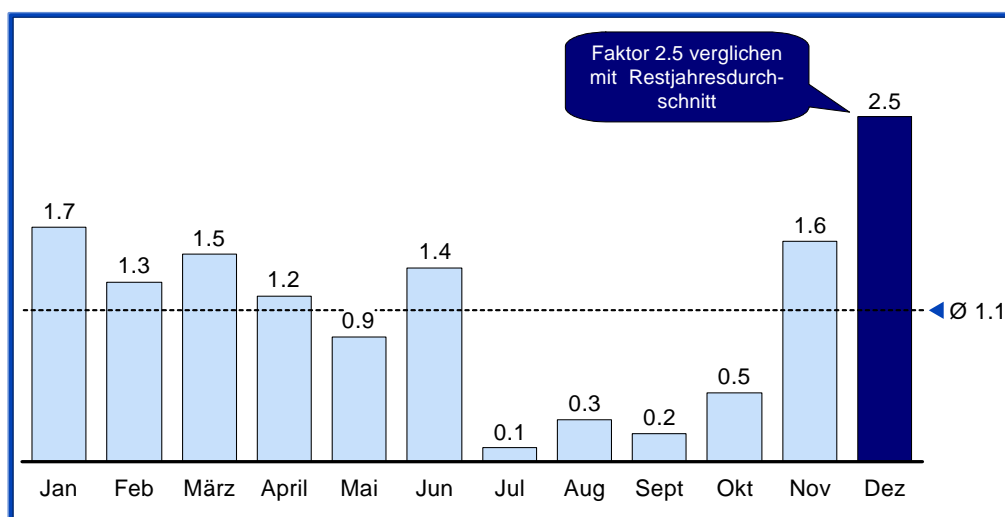
Doch Skandale wie Bayou sind nur ein Teil des häufig wenig vertrauens-erweckenden Umgangs mit Anlegergeldern. Weil Hedge Fonds häufig in

hochgradig illiquide Güter investieren (Schulden bankrotter Firmen, Dritt-welt-Anlagegüter, Arbitragepositionen in festverzinslichen Wertpapieren), gibt es in vielen Fällen keinen „Marktpreis“. Stattdessen setzen Fonds häufig ihre eigenen Modelle ein, um zu errechnen, welcher Preis sich im Falle eines Verkaufs erzielen ließe. Damit sind der Verzerrung Tür und Tor geöffnet.

Offensichtlich kommt es häufig zu Manipulationen. So wiesen kürzlich drei US-Finanzökonomern in einem Forschungspapier mit dem Titel „Why is Santa Claus so kind to hedge funds?“ nach, dass im Dezember die Renditen der Fonds im Durchschnitt dreimal so hoch sind wie in einem typischen Monat. Da die Gebühren der Fonds im Regelfall von den bis Ende Dezember erzielten Renditen abhängen, liegt der Verdacht der Manipulation (beispielsweise durch das Vorziehen erwarteter Handelsgewinne) nahe. Die Wissenschaftler diskutieren alternative Erklärungsansätze, schließen diese aber letztlich aus. Allerdings reagieren die Anleger auf die Manipulation – Mittelzuflüsse sind deutlich geringer in den Fonds, in denen es augenscheinlich zur Manipulation der Renditen kommt.⁸

Renditen vom Weihnachtsmann – Im Dezember verdienen Hedgefonds angeblich mehr als doppelt soviel wie in einem durchschnittlichen Monat

Ausgewiesene Renditen von Hedgefonds, nach Monat 1994-2002, in Prozent



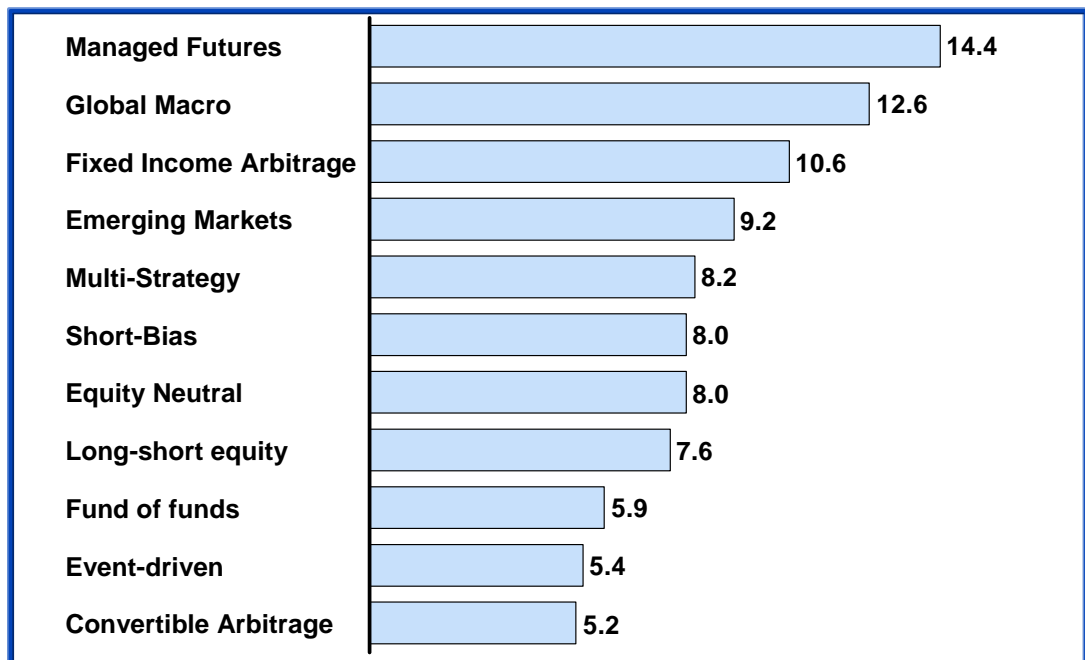
Quelle: Agarwal et al. (2005)

Schaubild 6: Von Hedge Fonds ausgewiesene Renditen: Wirklichkeit oder Manipulation?

Hinzu kommt, dass die scheinbar attraktiven Renditen der Fonds im Durchschnitt (so wie sie im CSFB-Tremont-Index erscheinen) mit erheblichen Risiken einhergehen, die in einem Index nicht sofort offenbar werden. So schließen bereits im ersten Jahr 2-4 Prozent aller Fonds wieder ihre Tore – zumeist geben sie wegen hoher Verluste den Investoren das Restkapital zurück. Nach dem ersten Jahr steigen die Schließungszahlen rapide an. Im Durchschnitt geben pro Jahr 5-8 Prozent aller Hedge Fonds auf. Kumuliert sind nach fünf Jahren nur noch 58 Prozent aller aufgelegten Fonds aktiv, während 42 Prozent geschlossen und aufgelöst wurden. Das Problem ist besonders schlagend für kleiner Fonds (unter \$ 150 Mio. Mittel). In einigen Klassen (managed futures, global macro) geben jedes Jahr mehr als zehn Prozent aller Fonds auf (Schaubild 7).

Makroökonomie-Fonds und Derivatefonds schließen besonders häufig

Jährliche Schließungsraten von Fonds, nach Anlagestrategie, in Prozent



Quelle: Chang et al., 2005

Schaubild 7: Jährliche Schließungsraten für verschiedene Hedge Fonds-Typen

Lösungsansätze

Regulierung innerhalb der OECD

Idealerweise sollten Hedge Fonds zu einer rechtlichen Ansiedlung in einem OECD-Land gezwungen werden und dort umfassend und vorsichtig reguliert werden. Das könnte für eine klare Limitierung von Risiken sorgen. Initiativen einiger OECD-Länder, Hedge Fonds zuzulassen und einer sanfteren Regulierung zu unterwerfen, zielen in die Richtung einer Wettbewerbslösung. Prinzipiell ist allerdings nicht zu verstehen, warum beispielsweise in Fragen der Geldwäsche und der Steuerhinterziehung die OECD sehr erfolgreich Druck auf Steuerparadiese ausüben kann – das Gleiche aber nicht möglich sein sollte im Zusammenhang mit einer Regulierung von Hedge Fonds.

Europäische Manager verwalten ungewöhnlich oft Fonds, die auch in der EU angesiedelt sind

Registrierung des Fonds										
Ansiedlungsort des Managers	nach Zahl (in % von Gesamt)					nach Kapital (in % von Gesamt)				
	EU	US	Offshore Zentrum	Andere	Gesamt	EU	US	Offshore Zentrum	Andere	Gesamt
EU	7	1	16		23	8		18		26
US	1	33	21		54	1	23	29		53
Offshore Zentrum	1		13		14	1		12		13
Andere	1		5	2	8	1		6	1	8
Gesamt	10	34	55	2	100	11	24	64	1	100

Quelle: TASS Datenbank, 30. Juni 2005

Tabelle 1: Verwaltetes Fonds-Vermögen nach Sitz des Fonds und Sitz des Fonds-Managements

Realistischerweise ist allerdings nicht mit einer konzertierten Aktion der OECD zu rechnen. Ohne Unterstützung der USA und Großbritanniens werden auch in Zukunft in niedrig regulierten Steuerparadiesen angesiedelte Fonds auf den Märkten der entwickelten Welt „spielen“ dürfen. Initiativen einzelner Länder wie der Bundesrepublik dürften zum Scheitern verurteilt sein. Die EU ist allerdings als Anlageort und als Pool von Anlagemitteln groß genug, um Druck auf die Fonds zum regulatorischen „Umzug“ aufzubauen. Allerdings ist unklar, ob sich angesichts der Hedge Fondsfreundlichen Position von EU-Kommissar McCreevy – der sich AP zufolge kürzlich in New York gegen eine weitere Regulierung aussprach – eine Veränderung durchsetzen lässt.⁹

Was sich möglicherweise versuchen ließe, wäre die schrittweise Aushöhlung der Extraterritorialität der Fonds, entweder auf EU-Ebene oder durch einzelne Staaten („coalition of the willing“). Dabei wäre eine Kombination aus Anreizen und Regulierungen hilfreich. Als erste Handlungsebene kommen Bestimmungen über die Zulassung und den Vertrieb von Hedge Fonds in Betracht. Derzeit liegt die Regulierung der Hedge Fonds in den Händen der Mitgliedsländer (Tabelle 2).

Land	Mindestkapital	Retailverkauf	Regulierung des Verkaufs an heimische Endkunden?
Österreich	nicht festgelegt	nicht reguliert, zumeist durch Banken und Investmentgesellschaften	Nein
UK	50,000 euro + Ausgaben für 3 Monate	Independent Financial Advisors	Nein
Italien	1,000,000 euro	Privatplazierung	Ja
Finnland	169,000 euro	Direktvertrieb	Ja
Niederlande	226,890 euro	Direktvertrieb, structured notes, Makler	Ja
Spanien	300,000 euro	Structured notes	Nein
Belgien	nicht festgelegt	Banken, Privatplazierung	Nein
Deutschland	nicht festgelegt	Banken	Ja

Tabelle 2: EU-Regulierungen über Mindestkapital und den Vertrieb von Hedge Fonds

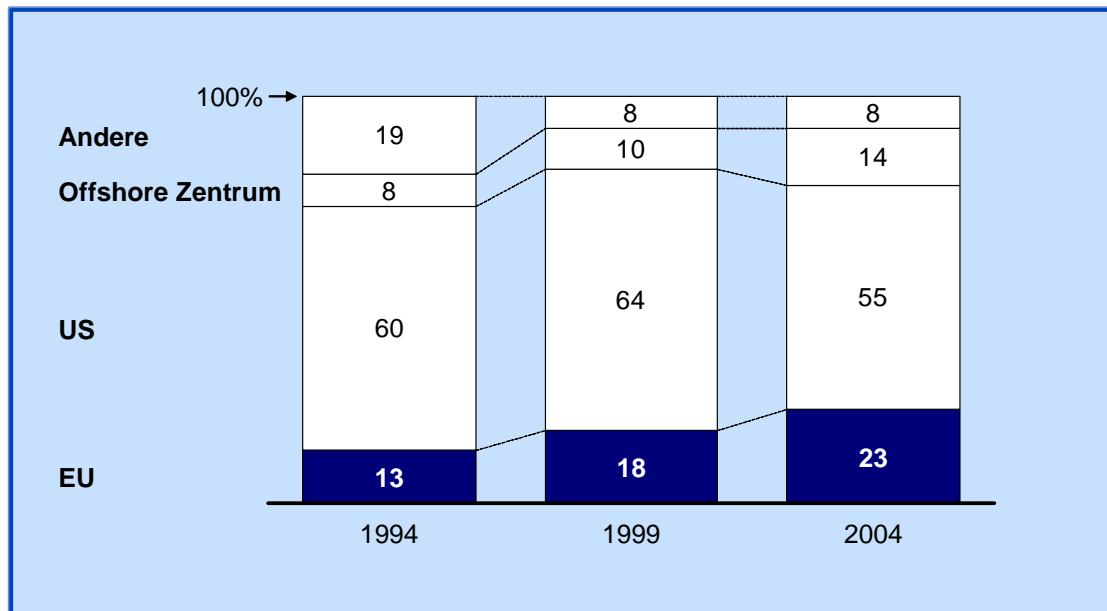
Einige Länder haben umfassende Schritte unternommen, um den Vertrieb von Hedge Fonds an Endkunden („**retailization**“) unter Kontrolle zu bringen und zu regulieren (Deutschland, Frankreich, Italien, Niederlande). Selbst in Großbritannien setzt sich die Einsicht durch, dass es neuer Regelungen bedarf, die für die Regulierung von **onshore funds** geeignet sind. So plant die FSA, den Vertrieb von Funds of funds an UK-Endkunden zu regulieren.¹⁰ Der Wirtschafts- und Sozialausschuss des EU-Parlaments hat in Form des Purvis-Berichts einen interessanten Vorschlag gemacht, wie durch eine Kombination aus relativ sanfter Regulierung und EU-weiter Vertriebslaubnis Anreize geschaffen werden können, mehr Fonds „onshore“ zu holen. Dabei wären so genannte „**sophisticated alternative investment vehicles**“ (**SAIVS**) geschaffen worden, deren Reglementierung dann europaweit erfolgt wäre.

Die EU-Kommission hat die Vorschläge des Parlaments jedoch nicht begrüßt, und bleibt bei der Regulierung auf der Ebene der Mitgliedsländer. Als zweite Handlungsebene bietet sich der Weg über die Anlagebestimmungen heimischer Pensionskassen, Versicherungen und Vermögensverwaltungen an. Derzeit erlaubt die (2004 novellierte) Anlageverordnung es deutschen Versicherern, fünf Prozent ihrer Mittel in Fonds anzulegen, die in Europa registriert sind.¹¹ Retailkunden dürfen lediglich **Fund-of-funds (FOF)** angeboten werden. Hier ließe sich an großzügigere Regelungen denken, für Fonds mit größerer Transparenz und Ansiedlung in der EU (alternativ Investmentfokus: kein Investorenaktivismus, etc.) marktkonforme Lösungsansätze zu finden.

Weitere Anreizfaktoren könnten beispielsweise sein: Recht zum Vertrieb an Kunden mit Mindestvermögen von ein bis zwei Mio. Euro, flexible Mindestkapitalanforderungen oder vorteilhafte Steuerregelungen für Einnahmen aus Vermögensverwaltungstätigkeit und für Kapitalgewinne heimischer Fonds.¹² Teile der Industrie erwarten bereits eine schrittweise Migration onshore der Hedge Fonds-Industrie.¹³ So attraktiv langfristig eine stärkere Verankerung und heimische Regulierung der Fonds auch sein dürfte, Risiken für die Marktstabilität lassen sich auf kurze Sicht so nicht

reduzieren – die EU macht heute lediglich 23 Prozent des globalen Hedge Fonds-Markts (nach dem Volumen der angelegten Mittel) aus.

Der Anteil europäischer Hedgefonds* an der Gesamtzahl weltweit hat in den letzten Jahren zugenommen in Prozent



* Nach Sitz des Managers, nicht Domizil des Fonds

Quelle: TASS Datenbank, 30. Juni 2005

Schaubild 8: Anteil europäischer Hedge Fonds am internationalen Fonds-Geschäft

Anreize für alternative Anlageformen

Sowohl im Interesse der Anleger als auch der Marktstabilität wäre es, wenn die Anlagestrategien der Fonds ohne die traditionelle Intransparenz und die Registrierung in Niedrigregulierungsstandorten zugänglich würden. Die Gebühren der Fonds sind im Regelfall sehr hoch – die Standardformel lautet 20+2, d. h. 20 Prozent Erfolgsbeteiligung an Kursgewinnen, und zwei Prozent Gebühren p.a. für die Anlagen unter Management. Um den Fonds hier Konkurrenz zu machen und gleichzeitig den Anlegern ähnlich attraktive Angebote zur Verfügung zu stellen, kann auf eine Reihe von Maßnahmen zurückgegriffen werden. Dazu müssten sowohl die Schuldenaufnahme als auch der Leerverkauf für normale Investmentfonds er-

möglichst werden. Auch wären umfassende, zuverlässige Informationen über tatsächliche Performance von Hedge Fonds hilfreich, um das häufig übertrieben positive Bild von den Renditechancen gerade zu rücken (dazu später mehr). Die neuen Richtlinien der EU (UCITS-III) machen es einfacher, zumindest Leerverkäufe durchzuführen und die Anlagefonds auch europaweit zu vertreiben. Allerdings lässt nach Einschätzung von Marktteilnehmern die Implementierung der Richtlinie nach nationalem Recht noch in vielen Ländern zu wünschen übrig. Aufgrund der zersplitterten Asset Management-Strukturen ist der Vertrieb über Landesgrenzen schwierig – trotz Zulassung durch einen einheitlichen europäischen Pass. So genannte **Absolute-Return-Funds** mit im Prinzip ähnlichem Anlageziel wie die klassischen Hedge Fonds versuchen, eine Rendite unabhängig von der Richtung des Gesamtmarktes zu erwirtschaften. Sie sind zwar mittlerweile häufig vertreten (61 in Deutschland nach Angaben des BVI). Da aber nur die wenigsten auf Leerverkäufe setzen, handelt es sich im Regelfall um klassische Rentenfonds.

Risikosteuerung über Kapitalanforderungen an die Prime Broker („Basel III“)

Der aus pragmatischer Sicht viel versprechendste Weg zur Reduktion der möglichen systemischen Risiken von Hedge Fonds scheint über die Regulierung der Banken zu führen. Hedge Fonds selbst sind ohne die Dienste von Banken handlungsunfähig – sie brauchen sowohl die Kredite als auch die Wertpapierdienstleistungen (**brokerage**) der Banken, gerade für den Handel an den Derivatemärkten.

Die richtige, umfassende Lösung liegt in einer Neuregelung der Risikokapitalanforderungen an die Banken. Hier kann durch klare, vorsichtige Vorschriften eine deutliche Reduktion der Risiken an den Anlagemärkten und im Bankensystem erreicht werden. Der Weg ist auch deshalb attraktiv, weil

- (i) Bankenregulierung immer noch in die nationale Zuständigkeit fällt – nach Basel II sind alle Vorschriften Mindeststandards, dürfen also durch heimische Zusatzregelungen angereichert werden;
- (ii) in den Äußerungen führender Regulatoren in den USA und in Großbritannien ist Zustimmung zu einer Neuregelung erkennbar
- (iii) keine politisch schwierigen Schritte gegen extraterritorial registrierte Fonds direkt notwendig sind. Der Weg erscheint auch deshalb attraktiv, weil nur drei Firmen (Morgan Stanley, Goldman Sachs, und Bear Stearns) mehr als die Hälfte des Geschäfts mit Hedge Fonds abwickeln; weltweit wären kaum mehr als 15-20 Kreditinstitutionen von den neuen Regeln substantiell betroffen.¹⁴

Konkret sind folgende Maßnahmen zu erwägen: Kredite an Hedge Fonds sollten mit erhöhten Mindestkapitalanforderungen einhergehen (Basel II sieht für Aktienanlagen den Faktor drei vor; hier wäre beispielsweise an den Faktor fünf oder höhere Kennzahlen zu denken). Durch höhere Kreditkosten würden die Anreize zum Aufbau extremer Schuldenpyramiden reduziert. Zusätzlich wäre zu denken an

- eine Reduzierung der Mindestanforderungen, wenn Fonds liquide Anlagestrategien verfolgen (beispielsweise nicht als aktive Investoren auftreten, was ja grundsätzlich mit einem langfristigeren Anlagehorizont einher geht),
- eine Wartezeit für Investoren von mindestens sechs Monaten, bis die Mittel den Fonds zurück gewährt werden, wenn sie ihre Gesamtposition zeitnah dem Prime Broker mitteilen, sich in einem EU-Land ansiedeln, sinnvolles und erwiesenermaßen gute Bewertungen ihrer Vermögenssituation liefern und best practice-Risikomanagementsysteme implementieren.

Schaubild 9 fasst diese Ansätze zusammen.

Stellhebel Mindestkapitalanforderungen (“Basel III”)

Ausgangspunkt

Hedgefonds müssen über Investmentbanken u.ä. handeln (“prime brokerage”). Die Kapitalanforderungen an die Banken sind Teil des normalen Regulierungsinstrumentariums der Nationalstaaten

Hebelwirkung

Sehr groß. Kapitalanforderungen sind ein Hauptfaktor für die Profitabilität der Banken

Konkrete Maßnahmen

Höhere EK-Anforderungen für das Geschäft mit Fonds, die

- ① Illiquide Einzelpositionen aufbauen (etwa solche, die “investor activism” praktizieren)
- ② Keine umfassenden, zeitnahen Informationen über ihr Gesamtportfolio zur Verfügung stellen
- ③ Nicht der Best-practice bei der Valuierung ihrer Positionen und beim Risikomanagement folgen
- ④ Keine Zusatz-Kreditlinien für Krisenzeiten haben
- ⑤ In Offshore-Jurisdiktionen angesiedelt sind

Mögliche Verbündete

- BDI
- FSA
- BaFin
- Bundesbank
- Federal Reserve

Schaubild 9: Mindestkapitalregulierung als Ansatzpunkt

Derzeit führt das Risikomanagement einzelner Fonds dazu, dass jede einzelne Bank höhere Sicherheiten verlangt, wenn die Kurse fallen oder Hedge Fonds aus anderen Gründen Verluste hinnehmen müssen. Während jede einzelne Bank ihr Risiko reduziert, entsteht so im Markt eine verstärkte Abwärtsbewegung. Im ungünstigsten Fall kann es durch einen zufälligen **margin call** zu einer Kettenreaktion an den Börsen kommen. Wie der Chef der New Yorker Federal Reserve Bank kürzlich in Hongkong sagte:¹⁵

„In market conditions where initial margin may be low relative to potential future exposure, the self-preserving behavior of leveraged funds and their counterparties may be more likely to exacerbate rather than mitigate an unexpected deterioration in asset prices and market liquidity. As financial firms demand more collateral, funds are forced to liquidate positions, adding to volatility and pushing down asset prices, leading to more margin calls and efforts by the major firms to reduce their exposure to future losses. In the context of the previous discussion of externalities, firms’ incentives to minimize their own exposure can amplify the initial shock and impose on others the negative externality of a broader disruption to market liquidity”.

In den letzten Jahren haben die Korrelationen zwischen verschiedenen Aktienmärkten und zwischen verschiedenen Anlagen in Krisenzeiten stark zugenommen. So korrelieren beispielsweise der deutsche und der US-Aktienmarkt in den Jahren 2002 bis 2005 mit dem Faktor 0,88. In den Jahren 1982 bis 1985 lag die Korrelation noch bei 0,26.¹⁶ Die von Geithner beschriebenen Praktiken von Hedge Fonds können hierbei eine Rolle spielen, auch wenn es bisher keine sicheren Beweise für die Hypothese gibt.

Im Nachhinein stellt sich häufig heraus, dass die Handelspositionen gewinnbringend gewesen wären, hätten sie durchgehalten werden können. Das zeigt u.a. das Beispiel des Tiger-Funds, der gegen die NASDAQ-Spekulationsblase wettete und Anfang 2000 aufgelöst wurde, weil die Mittelabflüsse zu stark waren.

Um die Stabilität zu erhöhen, erscheint es sinnvoll, dass (i) Banken großzügigere Kreditlinien einräumen, wenn es zu Kursverlusten kommt, und (ii) die Eigentümer langfristig verpflichtet werden, ihre Mittel in Krisen nicht plötzlich abzuziehen. Auf den ersten Blick mag es paradox erscheinen, *großzügigere* Kredite für Hedge Fonds gerade in Krisen zu fordern. Warum sollte eine Bank auf die Handelsverluste eines Fonds, für den sie als Prime Broker agiert und Mittel bereitstellt, mit zusätzlichen Krediten reagieren? Eine solche Regel könnte beispielsweise an Mindestverluste im allgemeinen Marktindex, an einen Anstieg der Volatilität um einen Betrag X oder ähnliches gekoppelt werden. Dadurch würde es den Fonds erleichtert, ihre Positionen „durchzuhalten“, statt sie gerade in der Verlustzone verkaufen zu müssen. Banken, die um die zusätzliche Verpflichtung in Krisen wissen, werden in normalen Zeiten entsprechend vorsichtiger bei der Kreditvergabe agieren. Die Stabilität des Gesamtmarktes nimmt auf diese Weise zu.

Wiederbeleihung

Eine ähnliche Wirkung könnte eine Einschränkung der erneuten Beleihung (**„Re-hypothecation“**) entfalten. Derzeit werden häufig von Hedge Fonds hinterlegte Sicherheiten von den Prime Brokern weiter verliehen. Sollte der Prime Broker Pleite machen, hätte der Hedge Fonds einen erheblichen Teil seines Vermögens verloren. In einigen Ländern gibt es deshalb Regeln, die das Weiterleihen von Sicherheiten auf ca. 2/3 der Gesamtschulden des Hedge Fonds bei einem Prime Broker beschränken.

Die von der EU-Kommission eingesetzte **Alternative Investment Expert Group** hat in ihrem im Sommer 2006 vorgelegten Bericht auf eine Abschaffung der Praxis gedrängt. Dabei spielt vor allem die Sorge um die Kosten einer Doppelabsicherung (durch Mindestkapitalanforderungen bei den Banken und Wiederbeleihungsobergrenzen) eine Rolle. So würden bei einer generellen Beschränkung der Wiederbeleihung die Kosten für die Kreditaufnahmen der Hedge Fonds steigen. Im Interesse der Marktstabilität ist dieser Effekt jedoch wünschenswert. Da weder der Hedge Fonds noch der Prime Broker die gesamtwirtschaftlichen Kosten eines Zusammenbruchs von Märkten tragen muss, sollte hier das öffentlich Schutzinteresse Priorität haben, die Wiederbeleihung generell eingeschränkt werden und durch die steigenden Kreditkosten die Schuldenaufnahme insgesamt abgebremst werden.

Zusätzliche Anreize für Stabilität und Transparenz

Sog. **lock up-provisions** sind üblicher geworden. Die ECB schätzt, dass die Frist bis zur Auszahlung von Anlagemitteln in den letzten Jahren kräftig gestiegen ist: Mittlerweile gilt für 80 Prozent aller Fonds eine Frist von drei Monaten oder mehr (SB 11).¹⁷ Der legendäre amerikanische Investor Warren Buffett empfahl einst Anlegern, sie sollten nur dann Aktien kaufen, wenn sie bereit seien, diese gleichsam zu „heiraten“ und nicht mehr zu verkaufen. Ähnliches könnte bei Hedge Fonds segensreich wirken, da so

keine prozyklischen Verkaufswellen zu befürchten sind, sollten später Verluste im Handelsbuch auftreten.

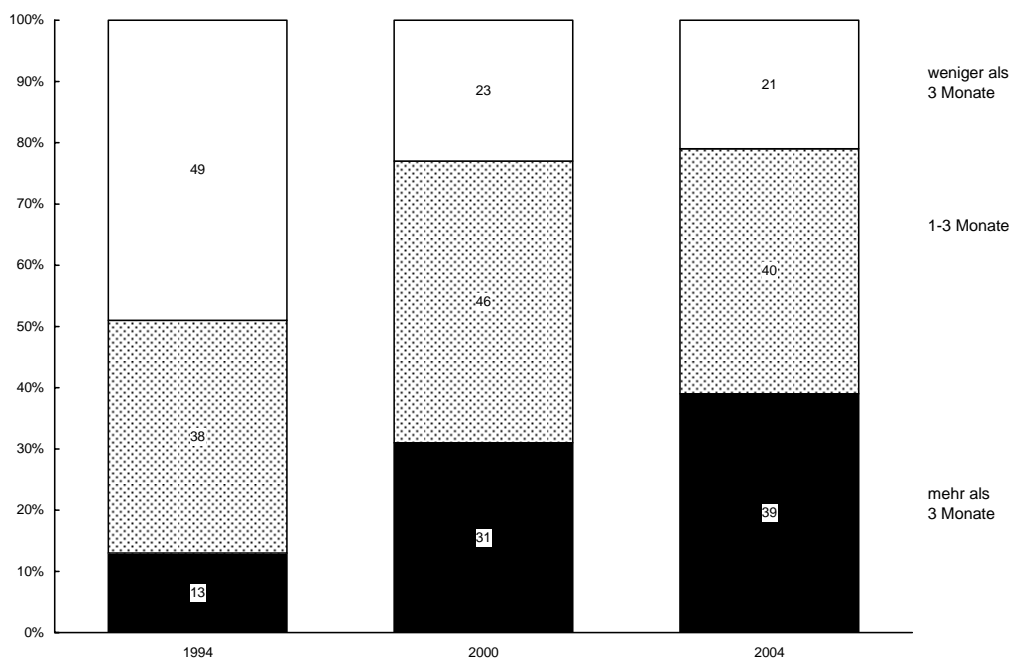


Schaubild 10: Entwicklung der Mindestrückgabefrist von Hedge Fonds

Quelle: Garbaravicius and Dierick (2005)

Zusätzlich ließe sich an periodische, auf historischen Daten beruhende „stress tests“ denken. Derzeit sind Fonds selten geneigt, Informationen über ihre Positionen mit anderen Teilnehmern zu teilen. Dabei spielt vor allem die (berechtigte) Furcht eine Rolle, dass die eigene Handelsstrategie kopiert oder durchkreuzt werden könnte. Angesichts der völlig unzulänglichen Informationssituation der Regulatoren erscheint es aber dringend geboten, dass die Fonds z. B. verpflichtet werden, zu einem (zufällig bestimmten) Stichtag alle Positionen mitzuteilen. Die Handelspositionen aller Marktteilnehmer könnten dann (mit angemessener Zeitverzögerung) gegen historische und andere Szenarien getestet werden um festzustellen, welche Risiken bei größeren Marktbewegungen entstehen können.

Derzeit bemüht sich die IOSCO (International Organisation of Securities Commissions) um gute Bewertungspraktiken für Hedge Fonds-Portfolios. Der FSA-Chef für Asset Management, Dan Water, leitet die Gruppe. Allerdings wird es sich um einen freiwilligen „code of conduct“ handeln, der vor allem unverbindliche Empfehlungen in den Mittelpunkt stellt.

Um die Bewertungsprobleme der Hedge Fonds zu lösen, wäre es sinnvoll, nach dem Vorbild der Rating-Agenturen unabhängige Institutionen zu schaffen, die regelmäßig objektive Auskunft über die Situation eines Fonds liefern können. Die meisten Rechnungsprüfungsstandards in OECD-Ländern sind völlig ungenügend, um eine zeitnahe Bewertung von Hedge Fonds-Portfolios durchzuführen. Gerade bei illiquiden Anlagen kann oft nur auf Modelbasis entschieden werden, was Investments wert sind.

Ein Rating ähnlich der aktuellen Dienste von Moody's oder Standard & Poor's (S & P) könnte hier Abhilfe schaffen, ohne zusätzlichen Überwachungsaufwand bei der Finanzaufsicht zu schaffen. Schon heute vergibt S & P Gütezeichen für Investmentfonds; die Berücksichtigung von Hedge Fonds wäre vermutlich ohne besonderen zusätzlichen Aufwand möglich. Hedge Fonds mit guten Ratings für ihr Risikomanagement, langfristige Investorenbindung, Zugang zu erweiterten Kreditlinien in Krisen und im Falle von Verlusten könnten beispielsweise als bessere Counterparties klassifiziert und ihre Prime Broker mit geringeren Mindestkapitalanforderungen belohnt werden.

Regelmäßige, umfassende und zeitnahe Bewertungen könnten der Hedge Fonds-Industrie selbst nützen. Angesichts der Betrugsskandale und fragwürdiger Renditeversprechen leidet der Ruf der Branche derzeit. Werden die tatsächlichen Renditen der Fonds bekannt, dürften die Mittelzuflüsse nicht im gleichen Umfang fließen. De facto tauschen derzeit Investoren in Hedge Fonds einen Teil des Marktrisikos an den Aktien- und Anleihemärkten gegen das Risiko, in einen zusammenbrechenden oder betrügerischen Fond zu investieren.

Zusammenfassung

Die rapide Zunahme der von Hedge Fonds verwalteten Mittel ist Chance und Bedrohung zugleich. Chance deshalb, weil leicht regulierte Investoren dazu beitragen können, Fehlbewertungen frühzeitig zu verringern und so grobe Übertreibungen im Keim zu ersticken. Eine breitere Verteilung von Risiken und ihre Aufspaltung in kleinere Einheiten können die Risikokapitalkosten insgesamt mindern, und hohe, stabile Renditen können wichtige Beiträge zur Lösung der Rentenproblematik leisten.

Allerdings sind in den vergangenen zwanzig Jahren der Investorenschutz und die Frage der Marktstabilität vernachlässigt worden. Weitgehend unregulierte Fonds aus Steuerparadiesen agieren häufig ohne Beschränkungen auf den Kapitalmärkten von OECD-Ländern. Ihr Verhalten trägt gerade in Krisen mitunter zur Verschärfung von Kursausschlägen bei. Betrugsfälle und Milliardenverluste für Investoren häufen sich.

Mit dem Siegeszug der Hedge Fonds einher gehen immer wieder verheerende Fehlspekulationen. Im Falle des Hedge Fonds LTCM waren die internationalen Kapitalmärkte bereits einmal knapp vor dem Abgrund – vor allem auch deshalb, weil der Fond einen enormen Verschuldungsgrad erreicht hatte. 2006 und 2007 haben immer mehr Vertreter der Marktaufsicht und der Zentralbanken auch aus angelsächsischen Ländern wissen lassen, dass die derzeitige Informationslage nicht ausreicht, um eine Wiederholung der Vorfälle im Sommer 1998 auszuschließen.

Unser Bericht macht eine Reihe konkreter Vorschläge, wie auf diese Gefahrenherde reagiert werden kann. Welche Maßnahmen erscheinen besonders Erfolg versprechend? Schaubild 11 fasst die Vor- und Nachteile verschiedener Interventionsmöglichkeiten zusammen.

Regulierung über Mindestkapitalbestimmungen erscheint besonders aussichtsreich

	Vorteile	Nachteile
“onshoring” <ul style="list-style-type: none"> • Anreize zur Ansiedelung in der EU • Konkurrenz durch Investmentfonds 	<ul style="list-style-type: none"> • Fonds werden direkt heimischer Regulierung unterworfen • Transparenz und Risiko können unmittelbar bestimmt werden • EU-Hedgefondindustrie noch im Aufbau • Erste Ansiedlungserfolge 	<ul style="list-style-type: none"> • Nur relativ leichte Regulierung durchsetzbar • EU-Zuständigkeit fehlt derzeit, Unterstützung der EU-Kommission fraglich • UCITS-III Fonds nur schwach im Vertrieb über europäische Grenzen hinweg
Kapital- und Kostenregulierung <ul style="list-style-type: none"> • “Basel III” • Wiederbeleihung • Anreize für Notkreditlinien 	<ul style="list-style-type: none"> • Große Hebelwirkung: Zugang zu billiger Verschuldung ist (I) zentral für das Geschäft der Fonds (II) leicht über den Zugang zu Krediten zu steuern • Nationale Zuständigkeit für Bankenregulierung • Erkennbare Zustimmung der Federal Reserve (und möglicherweise der FSA) + andere mögliche Verbündete • Anreize zur Offenlegung einbaubar 	<ul style="list-style-type: none"> • Märkte mit nur teurem Zugang für Hedgefonds können sich beispielsweise höheren Risikokosten gegenübersehen • Zeitverzögerung bei der Umsetzung • Modelabhängigkeit des derzeitigen Basel-Rahmenwerks sorgt entweder für Inkongruenzen oder mangelnde Risikominimierung
Bewertung und Offenlegung <ul style="list-style-type: none"> • Transparenzpflichten • Gütestempel 	<ul style="list-style-type: none"> • Marktkonforme Anreize zur Reduzierung von Betrug • Wahre Renditen der Fonds weniger eindrucksvoll als gemeinhin angenommen • Geringer zusätzlicher Aufwand für die Regulatoren 	<ul style="list-style-type: none"> • Transparenz reicht häufig nicht, um Investoren zu besseren Entscheidungen zu bewegen (Effekt bei Investmentfonds zumeist klein)
Verbesserung Marktinfrastruktur	<ul style="list-style-type: none"> • Einführung zentraler Gegenparteien (central counterparty) würde Risiken im Handel mit OTC-Derivaten verringern • Transparenz erhöhen • Kosten der Marktteilnehmer senken • Gewinnmöglichkeit für Clearing+Settlementorganisationen darstellen 	<ul style="list-style-type: none"> • Kostspielig • Marktpotential unklar • Standardisierung nur in ausgewählten Produkten (Kreditderivate, Swaps, etc.)

Schaubild 11: Vorschläge zur Regulierung von Hedge Fonds

Eine Regulierung der Kapitalanforderungen über die für die Hedge Fonds handelnden Banken erscheint besonders attraktiv. Damit würde ein Weg beschritten, der die Aussagen der Branche – dass sie de facto bereits indirekt durch die Bankenregulierung kontrolliert werde – ernst nimmt und systematisch weiterverfolgt. Dabei sollte die EU vor allem den engen Kontakt zur SEC und Federal Reserve suchen und den von NY-Fed Chef Tim Geithner favorisierten Weg forcieren: eine umfassende, konservative Regulierung des Kapitalbedarfs für die Investmentbanken, die als Prime Broker für Hedge Fonds agieren. Indem durch höhere Unterlegungspflichten, die Einschränkung der erneuten Beleihung usw. die Kreditkosten für Hedge Fonds erhöht werden, sinkt der Anreiz für die Aufnahme von Schulden. Zusätzliche, die Kreditkosten erhöhende und die Transparenz steigernde Maßnahmen können die Marktstabilität weiter erhöhen, indem sie das „Durchhalten“ verlustreicher Positionen für eine bestimmte Frist zwangsweise ermöglichen.

Ein weiteres Maßnahmenbündel sollte auf die Umsiedlung der Fonds (**„onshoring“**) zielen. Dabei kann ein sinnvoll reguliertes, europaweit implementiertes Zulassungs- und Vertriebsrecht für Hedge Fonds wichtige Impulse geben. Darüber hinaus kann die neue UCITS-III-Richtlinie dazu genutzt werden, den Hedge Fonds mit alternativen, auf traditionellen Investmentfonds beruhenden Vehikeln Konkurrenz in der Form neuer Absolute Return-Produkte zu machen.

2. Private Equity und Investorenaktivismus

Der nun folgende Teil des Gutachtens analysiert die Vorzüge und Gefahren, die von Private Equity-Investoren und von Investoraktivismus ausgehen. Dabei zeigt sich, dass vor allem beim Erwerb von Unternehmensbeteiligungen die Interessen von Investoren stark von denen der Volkswirtschaft insgesamt abweichen können. Auch die Ursachen für die Zunahme von Private Equity-Transaktionen und von Investoraktivismus sind ähnlich. Die zahlreichen strukturellen Schwächen gelisteter Unternehmen eröffnen hier Chancen, die auch durch eine verbesserte Corporate Governance minimiert werden können. Beachtenswert ist, dass viele Unternehmen in den USA (und zum Teil in Großbritannien) Lösungen für die Probleme „Buy out“ und „Aktivismus“ gefunden haben, die in Europa so noch nicht existieren. Der Bericht diskutiert eine Reihe alternativer Handlungsmöglichkeiten, wägt diese ab, und gibt Empfehlungen, wie sich Missbräuche eindämmen lassen.

Das Konzept Private Equity

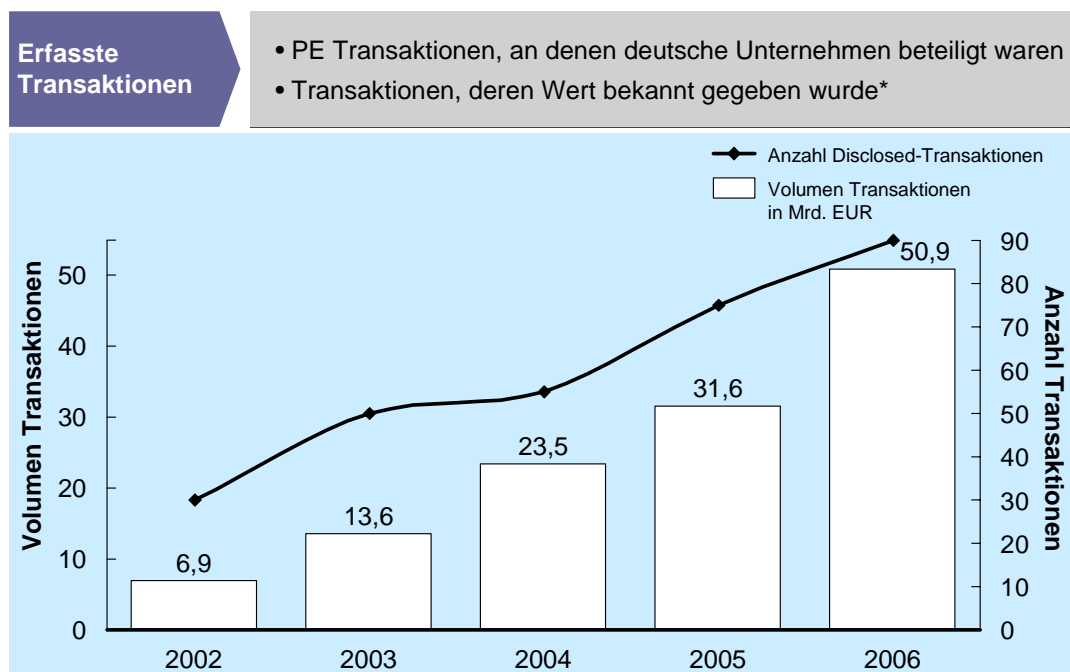
Überblick: Private Equity in Deutschland

Private Equity umfasst im Wesentlichen zwei Aktivitäten: den Kauf gewachsener Firmen durch einen Finanzinvestor (**Buy out**) und die Unterstützung neuer, junger Firmen, häufig in Hightech-Industrien (**Venture Capital**). In diesem Teil des Berichts liegt der Fokus ausschließlich auf Buy out-Aktivitäten; Venture Capital wird nur insofern behandelt, als es von Regulierungen allgemeiner Art betroffen sein kann.

Private Equity gehört wie Hedge Fonds zu den so genannte **Alternative investments** und hat sich in den letzten Jahren zunehmender Beliebtheit erfreut. Wie Hedge Fonds zeichnet sich die Anlageklasse durch (i.) geringe Liquidität, (ii.) relativ hohe durchschnittliche (ausgewiesene) Renditen, (iii.) geringe Transparenz und (iv.) hohe Gebühren der Fonds aus.

Private Equity (PE) Transaktionen in Deutschland 2002-2006

Buy-outs und Secondary Buy-outs, in Mrd. EUR



* entspricht 49% der Gesamtanzahl; Volumen der non-disclosed Transaktionen zu vernachlässigen

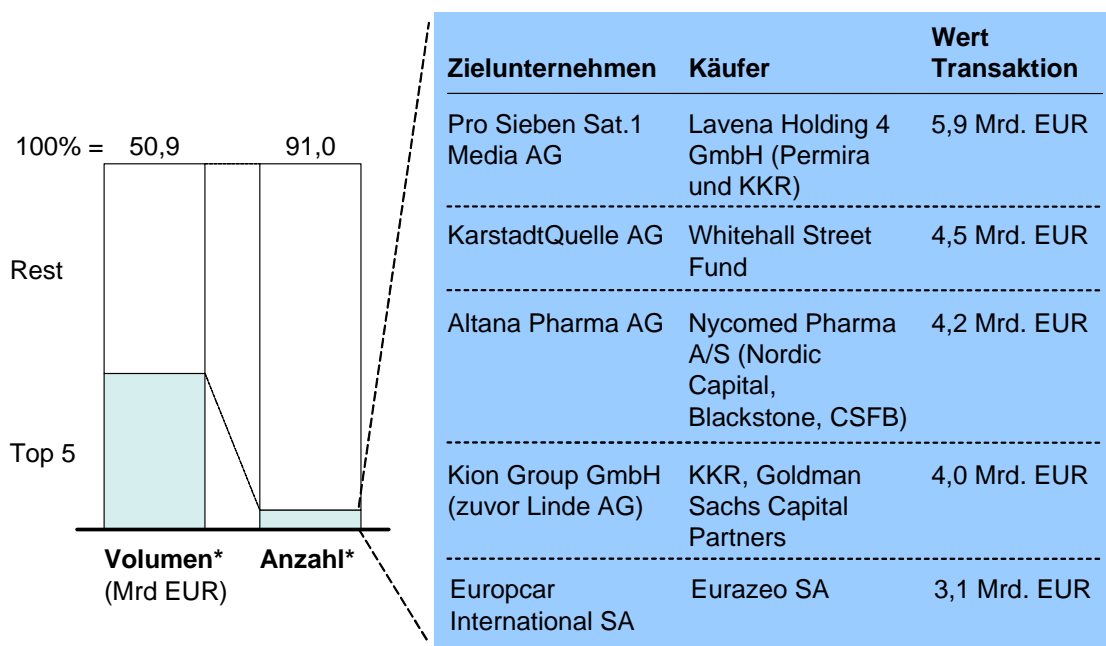
Quelle: Ernst & Young, Transaction Services Germany, Private Equity Activity December 2006

Schaubild 12: Die Aktivitäten von Private Equity Fonds in Deutschland

Private Equity-Investitionen haben in den letzten Jahren deutlich zugenommen. In den USA waren sie im Jahr 2001 18-fach höher als 1980. Weltweit waren 2006 ungefähr € 100 Mrd. an investiert. Das Kapital der Fonds wird für den Unternehmenserwerb im Regelfall mit Fremdkapital kombiniert.

In Deutschland hat in den letzten fünf Jahren das Volumen an Private Equity-Transaktionen massiv zugenommen: von ca. € 7 Mrd. 2002 auf € 51 Mrd. in 2006. Mehr als 90 Transaktionen wurden gemeldet.¹⁸ Damit war Deutschland für ein knappes Drittel aller Transaktionen in Europa verantwortlich.¹⁹ Zum Ende des Jahres 2006 arbeiteten 963.000 Mitarbeiter in Private Equity-kontrollierten Unternehmen mit Umsätzen in Höhe von € 189 Mrd. Allein zwischen 2005 und 2006 stieg der Wert gemeldeter Deals um 61 Prozent. Verantwortlich für den Anstieg des Gesamtvolumens war vor allem die Zunahme an sog. **Mega-Deals** – Transaktionen mit einem Wert von mehr als € 3 Mrd. Fünf von ihnen waren 2006 für 41 Prozent des Gesamtwerts verantwortlich; KKR allein vollzog Deals für € 10 Mrd.

Megadeals – Die Top 5 PE-Transaktionen in 2006



* ausschließlich Transaktionen, deren Wert bekannt gegeben wurde
 Quelle: Ernst & Young, Transaction Services Germany, Private Equity Activity December 2006

Schaubild 13: Große Unternehmenskäufe durch Private Equity in Deutschland

Der größte Teil der verwendeten Mittel besteht aus Krediten. Eigenkapital-Investitionen lagen 2006 bei lediglich € 3,6 Mrd. Das entspricht einem Leverage Ratio von 14 (d. h. :Eigenkapitalanteil von sieben Prozent, Fremdkapitalanteil 93 Prozent). Verantwortlich für die Verwendung von derartig hohen Fremdkapitalanteilen sind die derzeit günstigen Finanzierungsbedingungen sowie der steigende Anteil von **Leveraged Buyouts (LBOs)**. Noch 2002 wurde mehr Kapital in Venture Capital als in Buyouts investiert.

Buy-out Investitionen nehmen zu, Rückgang bei Venture Capital

in Mrd EUR

Erfasste
Investitionen

- Eigenkapital und eigenkapitalähnliche mezzanine Mittel
- Investitionen aus Transaktionen, deren Wert bekannt gegeben wurde
- Investitionen durch in Deutschland tätige inländische und ausländische Beteiligungsgesellschaften/Tochtergesellschaften

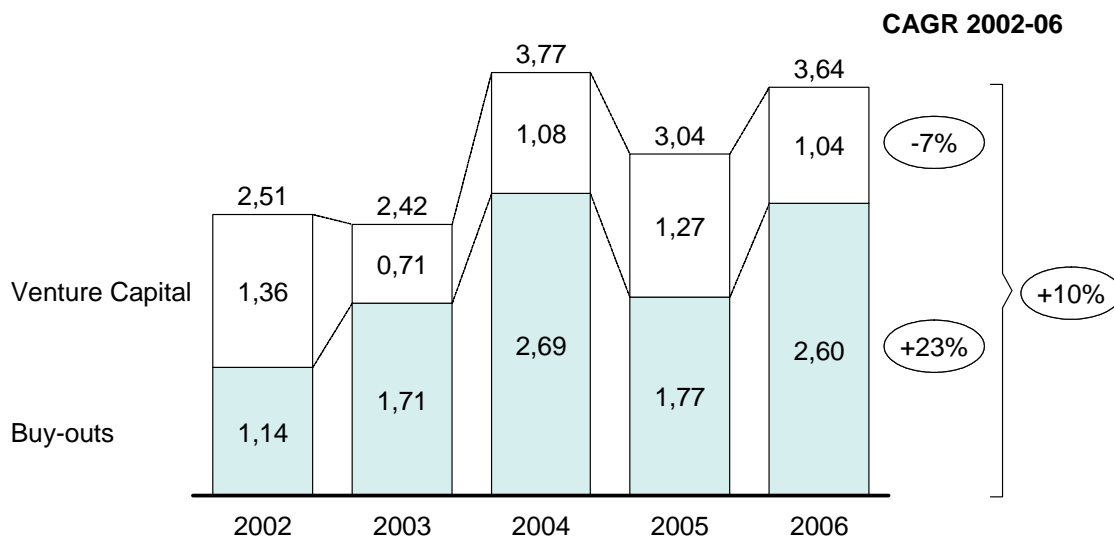


Schaubild 14: Buy Out- und Venture Capital-Transaktionen im Vergleich

2006 betrug der Anteil nur noch ein gutes Viertel. Während der absolute Wert der Investitionen in Buy outs sich mehr als verdoppelte, ging der Wert für Venture Capital absolut gemessen zurück. Das gesamte Wachstum der Industrie zwischen 2002 und 2006 ist auf die Zunahme von Buyouts zurückzuführen.

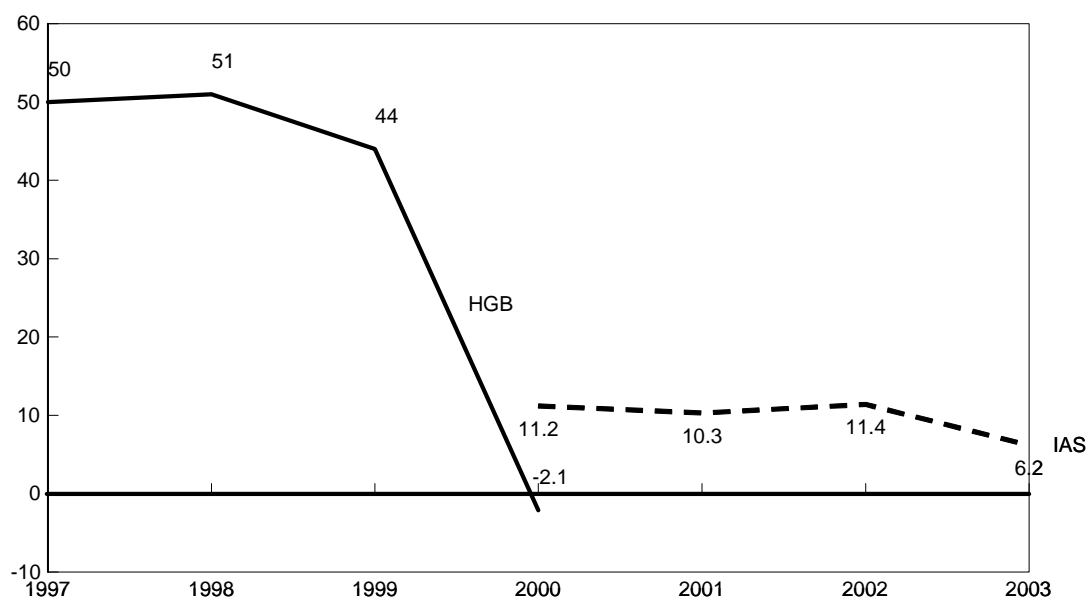
Die Rolle von Private Equity in Europa dürfte in Zukunft weiter wachsen. Das gesamte in Deutschland investierte Kapital der PE-Firmen beträgt lediglich 0,2 Prozent des Bruttonsozialprodukts. In Frankreich sind es 0,3 Prozent. In den USA und Großbritannien hingegen liegt diese Kennziffer bei 1,1 bis 1,2 Prozent. Somit könnte es mittelfristig leicht zu einer Verdoppelung der Anlagevolumina kommen.

Die Aufnahme von Schulden gehört zum Geschäftsmodell von Buyouts – jedoch normalerweise nicht zu dem von Venture Capital Funds. Ty-

pisch für die Verwendung von Fremdkapital ist der Fall Grohe. Die Firma wurde bis 1998 im Familienbesitz gehalten. Die Eigenkapitalquote betrug durchschnittlich 50 Prozent. 1999 durch BC Partners übernommen, wurde das Eigenkapital schnell gegen Fremdkapital ausgetauscht. Schaubild 15 zeigt die Entwicklung der EK-Quote in den Jahren 1997 bis 2003. Je nach Bilanzierungsmethode sank die EK-Quote auf ein Fünftel des vorherigen Werts, wobei die neuen Eigentümer (nach dem Verkauf von Grohe an Credit Swiss First Boston (CSFB) und die Texas Pacific Group (TPG) im Jahr 2004) die Politik von BC Partners zunächst fortzusetzen schienen. 2007 wurden der Firma variable Kredite in Höhe von 700 Mio. € aufgebürdet. 2014 werden Tilgungen in Höhe von € 1,13 Mrd. fällig.²⁰

EIGENKAPITALQUOTE GROHE, 1997-2003

in Prozent des Gesamtkapitals



Quelle: Zahlen von Kußmaul, H., Pfirmann, A., Tcherveniachki, V.: Leveraged Buyout am Beispiel der Friedrich Grohe AG, in: Der Betrieb, 58. Jahrgang, Heft 47 vom 25.11.2005, S. 2.533-2.340, hier S. 2.535

Schaubild 15: Die Verschuldung der Grohe AG im Zuge des Unternehmenskaufs durch Finanzinvestoren

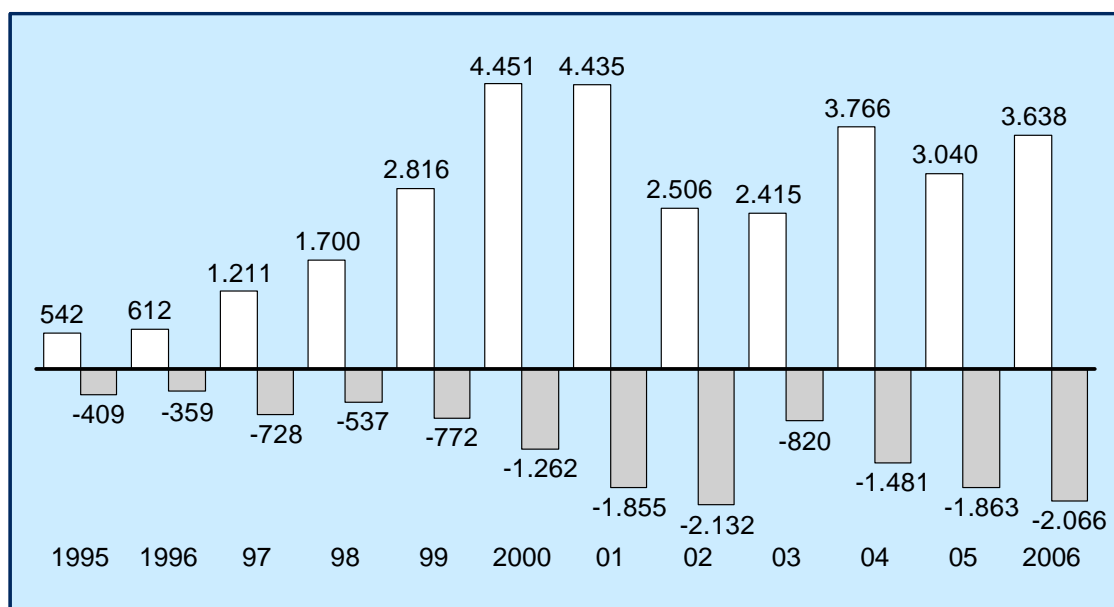
Mittlerweile hat sich die Lage bei Grohe wieder etwas entspannt. Umsatz und Gewinn steigen wieder, die Kapitalausstattung hat sich deutlich verbessert. Dabei darf aber nicht vergessen werden, dass ein ex

post glücklicher Ausgang noch nicht bedeutet, dass die Strategie ohne Risiken war. Hätte der Nachfragerückgang in den Jahren der Krise 2001 und 2002 beispielsweise härtere Konsequenzen gehabt, hätte ein vor der Übernahme durchaus zukunftsfähiges Unternehmen vor der Insolvenz stehen können.

Es ist Teil des Private Equity-Konzepts, dass Firmen nur für eine bestimmte Zeit im Portfolio gehalten werden. Anschließend werden sie an andere Anlagefirmen, an Industrieunternehmen (**trade sale**) oder an der Börse verkauft. Je älter die Industrie wird, desto mehr Investments werden wieder verkauft. Schaubild 15 zeigt die Zu- und Abflüsse 1995. Während derzeit die Netto-Investitionen noch positiv sind, wird der Abstand zwischen beiden Reihen kleiner. So betrug 2006 der Netto-Zufluss nur noch € 1,6 Mrd.

Investitionen und Abgänge von 1995 bis 2006

□ Investitionen in Mio EUR
 ■ Abgänge in Mio EUR



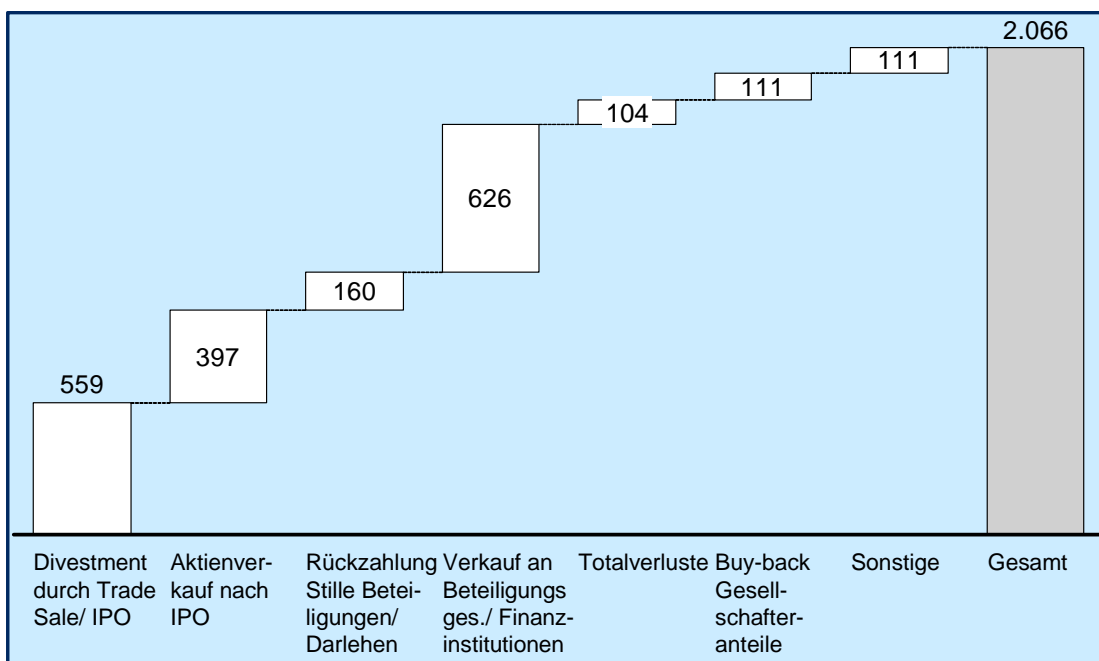
Quelle: BVK 2006

Schaubild 16: Zu- und Abflüsse in Private Equity-Transaktionen

Bei den Verkäufen ist mittlerweile die Weitergabe an eine andere Beteiligungsgesellschaft der häufigste Weg – berechnet nach dem Wert der Transaktion wird er in 29 Prozent aller Fälle beschriftet (Schaubild 17). Ein Verkauf an andere Industrieunternehmen findet in 25 Prozent aller Fälle statt, während Aktienverkäufe für 19 Prozent verantwortlich sind. Ein Totalverlust entstand für Investitionen in Höhe von € 104 Mio. (fünf Prozent aller Investitionen, 23 Prozent aller Unternehmen).

Exitkanäle 2006

in Mio. EUR



Quelle: BVK 2006

Schaubild 17: Ausstiegswege von Private Equity Fonds aus ihren Zielunternehmen

Vor- und Nachteile von Private Equity-Beteiligungen

Renditen

Wie sind die immer wieder genannten hohen Renditen zu erklären? Kaplan and Schoar (2003) errechneten Renditen für Private Equity Funds von über 14 Prozent für die Periode 1980-2001. Cochrane (2003) fand ein **Alpha (Outperformance nach Risikobereinigung)**

von 23 Prozent. Wie auch bei Hedge Fonds gibt es gute Gründe, die von Private Equity-Firmen genannten Renditen in Frage zu stellen. Um eine genaue Vorstellung über die tatsächliche Performance zu erhalten, müssten alle Investments verkauft sein. Das ist naturgemäß nur bei einer relativ geringen Zahl „alter“ Fonds der Fall. Für den Rest muss auf die Bewertungen der Private Equity-Firmen selbst vertraut werden. Dabei scheint Skepsis geboten. So kam es weltweit bei knapp 30 Prozent aller abgeschlossenen Transaktionen zu Verlusten (20 Prozent stellten Totalverluste dar). Demgegenüber lagen nach den Einschätzungen der Fondmanager selbst nur neun Prozent aller noch nicht abgeschlossenen Transaktionen im roten Bereich. Es ist zwar denkbar, dass es zu einer nachhaltigen Verbesserung der Renditen bei den übernommenen Firmen gekommen ist; wahrscheinlich ist es aber nicht.²¹

Der Verdacht der Schönfärberei wird durch die Tatsache untermauert, dass junge Private Equity-Firmen systematisch weniger Anlagen mit Verlusten ausweisen. Wenn Erfahrung nützlich ist, sollte das Gegenteil der Fall sein. Je weniger strikt die Bilanzierungsvorschriften in einem Land, umso höher fallen die geschätzten Renditen für noch nicht abgeschlossene Transaktionen aus (Cumming und Walz 2004). Trotz dieser Merkwürdigkeiten liegt die Median-Rendite eines typischen Fonds für noch nicht abgeschlossene Transaktionen exakt bei null Prozent, gegenüber 17 Prozent bei den Unternehmen, die weiterverkauft wurden (der arithmetische Durchschnitt lag bei 63 zu 68 Prozent; Durchschnitte werden häufig durch eine Handvoll extrem guter Ergebnisse verzerrt).

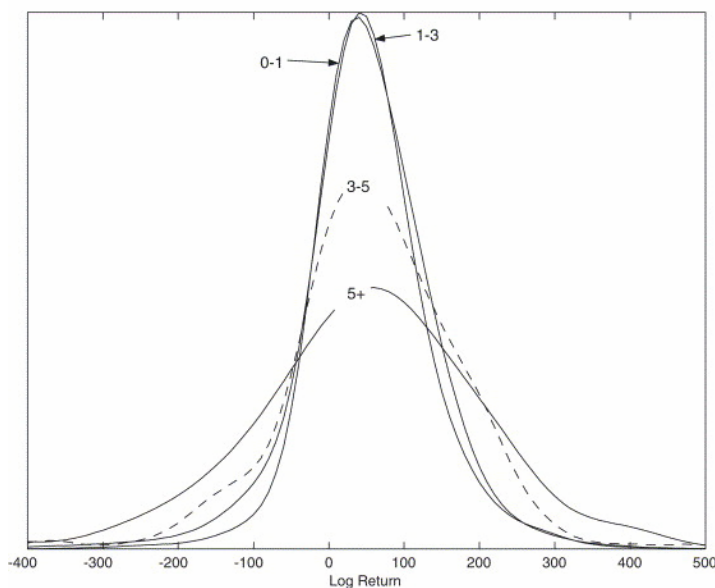


Schaubild 18: Anlagerenditen für den Gesamtanlagezeitraum, Private Equity-Firmen, je Unternehmen, in Abhängigkeit von der Länge der Beteiligung (in Jahren)

Schaubild 18 zeigt die Anlagerendite von durch Private Equity-Firmen übernommenen Unternehmen. Der genaue Durchschnitt ist nicht leicht zu ermitteln. Klar wird jedoch die extreme Spannweite – eine Handvoll sehr guter Ergebnisse steht einer erheblichen Anzahl von Verlustfällen gegenüber. Hierfür ist vor allem die Aufnahme von Schulden verantwortlich. Sie sorgt für nicht-lineare Veränderungen der Anlagerenditen in Abhängigkeit von der realen Rendite, die die Firma auf alle eingesetzten Mittel erzielt. Schlechte Ergebnisse führen bei höherer Schuldenlast schnell zum Bankrott; doch ein paar gute Jahre können fantastische Renditen produzieren. Je mehr der Eigenkapitaleinsatz gegen Null tendiert, desto schneller wird auch aus relativ bescheidenen realwirtschaftlichen Erträgen eine phantastisch hohe Rendite.

Problematisch ist vor allem die Divergenz zwischen Anlageerfolg der Private Equity-Investoren einerseits und der Rentabilität und dem Geschäftserfolg der einzelnen Unternehmen andererseits. Auch wenn zahlreiche Firmen im Portfolio des Private Equity Fonds insolvent werden, kann eine hohe Anlagerendite erzielt werden. Einige wenige Glücksfälle gleichen die Komplettabschreibung auf gescheiterte Inves-

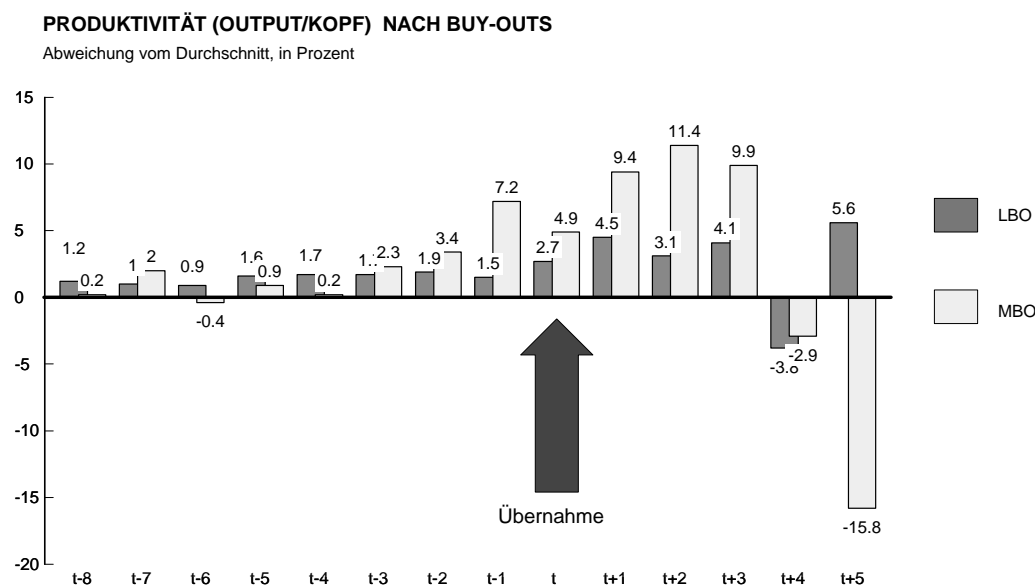
titionsprojekte aus. Im Extremfall ist das Überleben vieler Firmen im Portfolio entbehrlich: Besäße eine Private Equity-Anlagefirma 100 Unternehmen, bei denen jeweils die Renditen die Form annehmen können, wie in Schaubild 18 dargestellt, sinkt die Wahrscheinlichkeit eines Gesamtverlusts für das gesamte Anlageportfolio rapide gegen Null. Auch bei nur acht Anlagen kommt es lediglich in neun Prozent aller Fälle zum einem negativen Anlageerfolg. Werden 15 Beteiligungen gehalten, kommt es lediglich in einem Prozent aller Fälle für die Private Equity-Firma zu einem Verlust – auch wenn 20 Prozent aller Beteiligungen zur Totalabschreibung werden.

Die Kombination beider Faktoren – die sehr hohen Renditen, wenn eine hoch verschuldete Firma sich gut schlägt, und die Entbehrlichkeit vieler Firmen im Anlageportfolio – führt dazu, dass es keine Interessensidentität zwischen Private Equity-Anlegern und den übernommenen Firmen gibt. Auch wenn ein Fond idealer Weise keine Pleiten zu verzeichnen hat, kann es sich lohnen, bewusst das Risiko zahlreicher Bankrotte aufgrund hoher Verschuldung einzugehen. Damit fallen die Interessen der Anleger in Private Equity und der Beschäftigten in übernommenen Firmen wie auch der Volkswirtschaft insgesamt auseinander.

Ähnlich wie im Modell von Lorenzoni (2007) ist es makroökonomisch wünschenswert, die Kreditvergabe an Entrepreneure und Anlagefirmen einzuschränken. Das kann unter realistischen Annahmen sogar dann der Fall sein, wenn neues Fremdkapital für Ausrüstungsinvestitionen verwandt wird (weil die Zunahme der Volatilität stärker wohlfahrtsschädigend wirkt als die Steigerung des Outputs im Durchschnitt den Nutzen erhöht).

Operative Verbesserungen

Zahlreiche Studien belegen, dass es nach LBOs und MBOs zu Verbesserungen im operativen Geschäft kommen kann. Die Produktivität von Mitarbeitern und des Kapitals nimmt zu, und die finanzielle Performance verbessert sich. Unklar ist, wie nachhaltig diese Verbesserungen sind. Unklar ist auch der Preis, um den sie erkaufte werden. Schaubild 19 zeigt Daten aus der Studie von Lichtenberg und Siegel (1990), die die Übernahmewelle in den USA in den 1980er Jahren analysiert. Bereits vor der Übernahme schlagen sich die später erworbenen Firmen besser als der Durchschnitt; anschließend nimmt ihre Performance noch einmal kräftig zu. Im Falle von Management Buy outs nimmt die Produktivität bereits ein Jahr vor dem Eigentümerwechsel zu und fällt auch kräftiger aus als in den „normalen“ Leveraged Buyouts. Allerdings zeigen die Ergebnisse nach einigen Jahren, dass der Gewinn an Performance u. U. mit höheren Risiken bezahlt wird. Sowohl MBOs als auch LBOs brechen ein und schneiden schlechter ab als der Durchschnitt; bei den MBOs zeigt sich im fünften Jahr eine dramatische Verschlechterung.



Quelle: Lichtenberg und Siegel 1990.

Schaubild 19: Entwicklung der Produktivität eines Unternehmens vor und nach dem Buy Out

Mitunter scheint es, als ob Private Equity-Investoren innerhalb kürzester Zeit enorme Gewinne für sich verbuchen können, ohne dass die Firmen beim Börsengang selbst neue Mittel erhalten. So verkaufte Blackstone im Jahr 2005 die deutsche Chemiefirma Celanese, nachdem sie sie weniger als zwölf Monate besessen hatte. Der Einsatz von Blackstone wurde glatt vervierfacht; alle frischen Mittel wurden an die Private Equity-Firma in Form einer Sonderdividende ausgeschüttet. KKR vervierfachte ebenfalls seine Investition innerhalb von weniger als einem Jahr beim Verkauf von PanAmSat, einer Satellitenfirma. Selbst das Wall Street Journal zeigt sich über die Verkaufspraktiken besorgt (Cowan 2006):

„While some debt is fine, when it is taken on to finance things that only benefit some shareholders – such as special dividends – new investors are buying hobbled companies”.

Frühe Studien zeigten eine nur durchschnittliche finanzielle Performance nach der Rückkehr an die Börse (Holthausen und Larcker 1996). Die wirtschaftliche Effizienz schien beim Börsengang hoch, ging dann jedoch zurück. Neuere Untersuchungen hingegen legen nahe, dass es auch über längere Horizonte bei der operativen Outperformance bleibt und dass sie auch finanziell gegeben ist (Cao und Lerner 2006).

Allerdings ist die Interpretation nicht eindeutig. Der Börsengang setzt ja bereits voraus, dass die Firma einigermaßen gut unter ihren neuen Eigentümern abgeschnitten hat. All die Firmen, die beispielsweise unter ihrer Schuldenlast zusammengebrochen sind, fallen aus der betrachteten Gruppe heraus. Und die gute Performance nach den Börsengängen gilt auch nicht generell für alle Börsengänge von ehemals durch LBOs erworbenen Firmen. Werden Firmen beispielsweise wieder schnell verkauft („**Quick Flips**”, mit weniger als zwölf Monaten Halte-dauer), fallen die Kurse anschließend um 18 Prozent. Bei längerfristigem Besitz durch die Private Equity-Firma hingegen kommt es anschließend zu Renditen um 8,5 Prozent. Eine klare Sprache spricht auch der Unterschied bei der Verwendung der frischen Mittel. Werden

Schulden abgebaut, schlägt sich die Firma langfristig besser – die Rendite beträgt 17 Prozent. Wird das neue Kapital anders verwandt – beispielsweise für Sonderdividenden an die Private Equity-Firma – fallen anschließend die Renditen mager aus (knapp zwei Prozent).²²

Überrendite	
<i>Nach Haltedauer des Private Equity-Eigentümers:</i>	
Mehr als 12 M	8.64
Weniger als 12 M	-17.9
<i>Nach Verwendung der neuen Mittel</i>	
Schuldenreduktion	17.3
Andere	1.9

Tabelle 3: Drei-Jahres-Rendite von Reverse LBOs

Quelle: Cao und Lerner 2006.

Interessant sind diese Ergebnisse vor allem deshalb, weil der Anlageerfolg nach dem Börsengang mit hoher Wahrscheinlichkeit die Profitabilität und Effizienz der frisch gelisteten Firmen widerspiegelt. Die Implikation ist, dass von Private Equity-Firmen sanierte Unternehmen anschließend deutlich effizienter operieren können – und dass das nicht in allen Fällen wahrscheinlich ist. Wo nur kurze Zeit die operative Führung übernommen wurde und Mittel aus dem Börsengang vor allem an den Finanzinvestor ausgeschüttet wurden, kommt es schnell zu deutlichen Einbußen. Investoren werden das früher oder später lernen und während des IPO entsprechend geringere Preise bieten. Wichtig ist aus ordnungspolitischer Perspektive aber vor allem, wie dem Missbrauch des Private Equity-Konzepts zum Wohl der Firmen Einhalt geboten werden kann.

Ausschüttung hoher Bar-Bestände

Bei Private Equity-Übernahmen sowie bei Investor-Aktivisten rangieren Ausschüttungen der Barreserven ganz oben auf der Prioritätenliste.

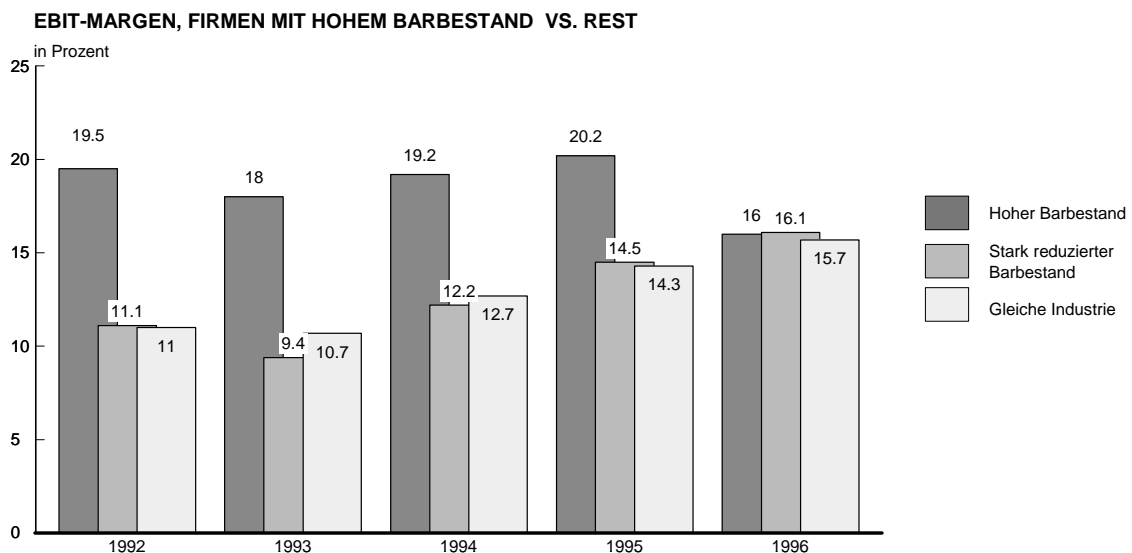
Zwischen Mai 2005 und Dezember 2006 benutzte die Deutsche Börse AG beispielsweise € 1,4 Mrd. für Aktienrückkäufe und Sonderdividenden – Mittel die frei waren, nachdem die Aktivisten um den Hedge Fonds TCI die Übernahme der Londoner Börse verhindert hatten. Eine zentrale These der **Free-Cash-Flow-Agency-Cost-Schule** ist die Annahme, dass Firmen mit hohen Barreserven vor allem in Projekte mit geringen Renditen investieren. Die gute Performance vieler Buy outs wird so erklärt (Baker and Smith 1998). Studien, die plötzliche Zuflüsse von Mitteln analysieren (Blanchard, Lopez-de-Silanes and Shleifer (1994)) legen es nahe, dass Firmen mit schwachen Kontrollen des Managements häufig ihre Cashbestände für unrentable Investitionen verwenden.

Das analytische Problem dieser Untersuchungen besteht meist darin, dass ungewöhnliche Mittelzuflüsse betrachtet werden. So verwenden Blanchard, Lopez-de-Silanes and Shleifer (1994) Entschädigungen aus Rechtsstreitigkeiten als Quelle exogener Variation. Somit bleibt unbeantwortet, was in den – relevanteren und typischeren – Fällen passiert, wenn Firmen mit hohen Cashbeständen, die aus dem normalen operativen Geschäft entstehen, dazu gezwungen werden, diese auszuschütten.

Einen ersten Hinweis liefern Mikkelson und Partch (2002). Sie zeigen, dass Firmen mit hohen Barbeständen deutlich besser in ihrem operativen Geschäft abschneiden als Konkurrenten aus der gleichen Industrie und mit vergleichbarer Größe sowie diejenigen Firmen, die ihre Barreserven stark reduziert haben. Diese Firmen mit hohen Barbeständen investieren mehr, wachsen schneller und werden am Markt mit höheren Bewertungsfaktoren gehandelt. Hinzu kommt, dass sie in ungewöhnlich großem Umfang in Forschung und Entwicklung investieren.

Eine typische Firma mit hohen Barbeständen verwendet das Äquivalent von 17 Prozent der Aktiva für F + E-Ausgaben; andere Firmen lediglich zwischen sieben und neun Prozent. Das legt es nahe, dass vor

allem Unternehmen mit vielen immateriellen Anlagegütern und guten Wachstumsmöglichkeiten sich entscheiden, Barreserven aufzubauen. Der Grund dürfte sein, dass die Fremdfinanzierung solcher Investitionen schwerer möglich ist.²³



Quelle: Mikkelson und Partch 2002.

Schaubild 20: Performance von Unternehmen mit hohen Barbeständen im Vergleich zu Wettbewerbern

Bedeutet das, dass die Ausschüttungen von Barreserven bei Übernahmen und dem Auftreten aktivistischer Investoren dazu führen, dass die Forschungsausgaben stark zurückgehen? Es gibt durchaus Ausnahmen, wie im Falle der Übernahme von Duracell durch KKR. Hier wurden die F + E-Ausgaben extrem erhöht, die Firma zum Weltmarktführer aufgebaut. Im Regelfall jedoch kommt es zu einer Beschneidung der Forschungsbudgets.

Eine Studie des US Census Office zeigt auf, dass (i) im Rahmen von LBOs übernommene Firmen bereits vor der Transaktion ungewöhnlich wenig in F + E investieren, (ii.) anschließend ihre Ausgaben um 40 Prozent kürzen und dass (iii.) diese Effekte besonders bei kleineren Firmen durchschlagen. Während Firmen mit F + E-Abteilungen typischerweise 3-4 Prozent ihres Umsatz in F+E investieren, sind es bei

den übernommenen Firmen lediglich 1,2 bis 1,8 Prozent (Lichtenberg und Siegel 1989). Betrachtet man die Ergebnisse dieser Studien zusammen, so liegt der Schluss nahe, dass bei der Ausschüttung der Barreserven an die Aktionäre den Firmen häufig ein Stück ihrer Zukunft geraubt wird und dass dabei Schäden für die Volkswirtschaft insgesamt entstehen. Somit hat die empirische Forschung der vergangenen 15 Jahre untermauert, was der Nobelpreisträger Robert Solow schon 1989 so formulierte:

„We find irresistible the inference that the wave of hostile takeovers and leveraged buyouts encourages or enforces an excessive and dangerous overvaluation of short-term profitability" (p. 144).

Zu den negativen Folgen, die Solow und seine Co-Autoren betonten, gehört auch der Verlust der Wettbewerbsfähigkeit vieler US-Firmen. Nachdem in den USA und in Großbritannien der Industriesektor in den letzten Jahren stark geschrumpft ist – auch und wegen der Aktivitäten von Private Equity-Firmen – droht ein ähnliches Schicksal in Europa.

Maßnahmen zur Reduktion negativer Externalitäten

Es gibt ein legitimes Schutzbedürfnis gegen die Portfolio-Perspektive und die stabilitätsreduzierende Schuldenaufnahme vieler Private Equity-Firmen. Dank der beschränkten Haftung liegt das maximale Risiko beim Totalverlust der eigenen Beteiligung. Steigt der Verschuldungsgrad, wird der Totalverlust wahrscheinlicher. Gleichzeitig lassen sich bei guter Performance hohe und sehr hohe Renditen erzielen.

Private Equity-Firmen können die Risiken diversifizieren, Verluste begrenzen und so hohe Renditen erwirtschaften. Arbeitnehmer, Zulieferer und betroffene Gemeinden jedoch halten kein Portfolio von Jobs oder Aufträgen. Insolvenzen sorgen hier für massive Einbußen. Auch diejenigen Arbeitnehmer, die eine neue Anstellung finden, müssen häufig Einkommenseinbußen hinnehmen. Gerade in kleinen Städten in strukturschwachen Gebieten erleiden als Folge eines Bankrotts viele Einzelhändler, Vermieter und Freiberufler erhebliche Einbußen. Alle diese

Faktoren werden im Kalkül der Fonds nicht berücksichtigt. Jede vernünftige Maßnahme sollte jedoch nicht nur daraufhin untersucht werden, ob sie den Missbrauch einiger Fonds ausschaltet. Wichtig ist auch, dass viele andere, volkswirtschaftlich nützlichere Aktivitäten von Private Equity-Firmen nicht in Mitleidenschaft gezogen werden. Das gilt vor allem für Venture Capital-Finanzierungen.

Unbefriedigend sind Versuche, der Private Equity-Industrie im Rahmen der Selbstregulierung Zügel anzulegen. Vorschläge wie die von Sir David Walker (Walker 2007), für mehr Transparenz zu sorgen, lösen keines der zentralen Probleme. Besseres Reporting gerade auch großer, übernommener Unternehmen ist sicherlich wünschenswert (PSE 2007), aber es löst die Schuldenproblematik und die Wertschöpfung für Kapitaleigner auf dem Rücken der Arbeitnehmer nicht.

Um die Interessenidentität zwischen Fondanlegern und übernommenen Unternehmen wiederherzustellen, gibt es eine Reihe von Alternativen. Diese werden auf den folgenden Seiten erläutert und abgewogen. Aussichtsreich erscheint vor allem eine Einschränkung der steuerlichen Abzugsfähigkeit von Zinsen, sowohl absolut („**Zinsschranke**“) als auch für spezielle, im Rahmen von Private Equity-Transaktionen häufig verwendete Finanzierungsformen.

Zinsschranke: Die im Rahmen der Unternehmenssteuerreform 2008 geplante Einschränkung der Abzugsfähigkeit von Schuldzinsen stellt einen ersten, wichtigen Schritt in die richtige Richtung dar. Ursprünglich vor allem als Mittel gegen die Verschiebung von Gewinnen ins Ausland gedacht, sorgt die Zinsschranke dafür, dass Zinszahlungen von mehr als €1 Mio. steuerlich nicht mehr abzugsfähig sind. Damit erhöht sie die effektiven Kreditkosten für von Private Equity-Firmen übernommene Unternehmen. So werden schon bei relativ kleinen Firmen relativ schnell Grenzen der Schuldenaufnahme wirksam.

Mezzanine- und High Yield-Finanzierung: Viele Private Equity-Transaktionen sind so risikobehaftet, dass die Kredite, die speziell bei Übernahmen gewährt werden, besondere Vertragseigenschaften aufweisen und zu hohen Zinsen vergeben werden. Ist die „normale“ Kreditfähigkeit einer Firma erschöpft, muss sie üblicherweise Eigenkapital ausgeben. Mezzanine- und High Yield-Kredite sind den „normalen“ Krediten in der Seniorität nachgeordnet; nur das Eigenkapital rangiert im Falle einer Insolvenz noch nach Verpflichtungen des Unternehmens aus Mezzanine- und High Yield-Krediten.

Anstatt einen Anteil an den schwankenden Gewinnen ausbezahlen, wie im Falle von Eigenkapital, sind jedoch feste Zinsen zu bezahlen (bisweilen werden sie mit Wandeloptionen kombiniert, d. h. mit dem Recht zum Tausch in Unternehmensanleihen). Zusätzlich zu den normalen Verpflichtungen eines Kreditvertrages gibt es häufig Bestimmungen, zu denen sich eine Firma verpflichtet (sog. **Covenants**), wie beispielsweise den Verkauf einer Tochterfirma zur Schuldentilgung. Im Rahmen der Firmenfinanzierung kombinieren Mezzanine-Kredite und High Yield-Kredite die Eigenschaften von Eigenkapital (hohes Risiko, hohe Rendite) mit denen von Krediten (Seniorität gegenüber dem Eigenkapital, steuerliche Abzugsfähigkeit der Zinszahlungen).

Die steuerliche Ungleichbehandlung von Fremd- und Eigenkapital ist einer der Hauptanreize für die Entwicklung von Mezzanine- und High Yield-Finanzierungen. Sie sind fast ausschließlich den LBO (Leveraged Buy out)- und **MBO (Management Buy out)**-Transaktionen vorbehalten. Aus ordnungspolitischer Sicht ist die Nutzung der Zinsabzugsfähigkeit bei Kapital mit Eigenkapitalcharakter zu hinterfragen. Werden die Kredite notleidend, können sie von den beteiligten Banken sofort abgeschrieben werden. Sowohl Banken als auch Buy out-Anlagefirmen profitieren von hohen Steueranreizen, wenn sie Finanzierungsstrukturen byzantinischer Komplexität mit extrem hohen Zinskosten den übernommenen Firmen aufbürden. Deshalb sollte eine zusätzliche Ein-

schränkung der Zinsabzugsfähigkeit der für diese Kredite zu zahlenden Schulden in Betracht gezogen werden.

Kapitalanforderungen: Sollten die Pflichten der Banken zur Unterlegung von Krediten mit Eigenkapital im Rahmen der Basel-Regeln das hohe Risiko der oft hohen Kredite berücksichtigen, die bei Private Equity-Transaktionen eingesetzt werden?

Im ersten Teil dieses Berichts zu Hedge Fonds haben wir argumentiert, dass solche Maßnahmen das systematische Risiko für das Finanzsystem insgesamt senken könnte („**systemic risks**“). Für Private Equity scheint dieser Weg weniger attraktiv. Zwar wäre eine indirekte Verteuerung von Fremdkapital ein wirksamer Hebel, um gerade die gefährlichsten Transaktionen besser (d. h. solider) zu gestalten. Gleichzeitig würde jedoch ein übergeordnetes, makroökonomisches Anliegen – die Divergenz von Investoren- und volkswirtschaftlichem Interesse – in die Risikokapitalanforderungen der Banken hineingetragen. Aus ordnungspolitischen Gründen erscheint das wenig attraktiv. Die Regulierung im Falle von Hedge Fonds lässt sich verteidigen, weil sie letztlich der Stabilität des Bankensystems nützt. Diese ist aber bei Private Equity-Beteiligungen nicht in Gefahr. Deshalb sollten andere Regulierungs- und Anreizmechanismen angewandt werden.

Mindestkapitalquoten: Kernproblem bei den Aktivitäten „schwarzer Schafe“ in den Reihen der Private Equity-Firmen ist die Interessendivergenz von Unternehmen und Anlegern. Werden Transaktionen mit ausreichend Eigenkapital unterlegt, verringert sich diese Differenz. In diese Richtung wirkt die Einschränkung der Zinsabzugsfähigkeit. Fraglich ist, ob darüber hinaus Mindesteigenkapitalquoten vorgeschrieben werden sollten. Zwar gibt es das Beispiel der Bankbranche, wo aus übergeordneten Stabilitätsabwägungen eine Mindestunterlegung mit Eigenkapital notwendig ist. Nach Branchen gestaffelte Mindestkapitalanforderungen wären zwar umsetzbar, könnten allerdings schnell zu Anreizverzerrungen führen: Sind die Mindestquoten zu hoch, kommt es

schnell zur Abwanderung ins Ausland; sind sie zu niedrig, bleiben sie unwirksam. Innovationen, die beispielsweise die Cash flow-Struktur verändern, würden sich dadurch weniger lohnen, weil stets die gleichen Mindestquoten eingehalten werden müssten. Der Anreiz wäre groß, von einer Branche in die andere umklassifiziert zu werden. So einfach und elegant der Ruf nach Mindestkapitalquoten für die Volkswirtschaft als Ganze ist, so schwierig dürfte die praktische Umsetzung sein. Allerdings ließe sich im Fall von Übernahmen für eine Übergangsfrist von beispielsweise fünf Jahren an relativ bescheidene Mindestquoten von 20-30 Prozent denken.

Einschränkung der Verlustverrechnung: Ein zusätzlicher Anreiz für den verantwortlichen Umgang mit jedem Einzelinvestment im Portfolio ließe sich durch eine Einschränkung der Verlustverrechnung erreichen. Derzeit mindern die Verluste aus Firmeninsolvenzen die Steuerlast der Anleger, die mit anderen Investitionen hohe Gewinne erzielt haben. Diese Verrechnung einzuschränken, ließe die Anreize für verantwortungsbewusstes unternehmerisches Handeln in jedem Einzelfall wieder stärker gegenüber der reinen Portfolio-Perspektive hervortreten.

Problematisch ist dabei allerdings, dass nur bei einer in der gesamten EU (oder besser noch der OECD) durchgeführten Reform mit nachhaltigen Ergebnissen zu rechnen wäre. Führte Deutschland allein eine Einschränkung der Verlustverrechnung ein, wäre mit einer Abwanderung der Fonds zu rechnen. Deutsche Anleger könnten dann beispielsweise die von einem in London ansässigen Fond erzielten Gewinne auf der Grundlage englischer Bilanz- und Steuerregelungen gegenüber dem deutschen Finanzamt ausweisen.

Transparenz: Ähnlich wie bei Hedge Fonds sind augenscheinlich die öffentlich behaupteten Renditen von Private Equity-Firmen zu hoch, um uneingeschränkt glaubwürdig zu sein. Bevor in immer stärkerem Ausmaß die Renten- und Versicherungsbeiträge von Arbeitnehmern in diese Form von alternativem Investment angelegt werden. Auch hier

könnten einfache Maßnahmen für mehr Transparenz sorgen. Es liegt nahe, beispielsweise im Rahmen der Regelungen akzeptabler Anlagen für Versicherungen darauf hinzuwirken, dass Anlagegesellschaften mit bereits geschlossenen und komplett abgewickelten Fonds höhere Freigrenzen erhalten. Im Falle dieser Gesellschaften gibt es – durch Cash Flows dokumentiert – „harte“ Evidenz für die errechneten Renditen, die nicht mehr auf Modellannahmen und Schätzungen beruht. Darüber hinaus sollte erwogen werden, die Entstehung von Gütesiegeln ähnlich der Morning Star Ratings wie bei Investmentfonds für Endanleger zu fördern und geratete Fonds im Rahmen der Anlagegrenzen besser zu stellen.

Giftpillen: Nach der großen Übernahmewelle in den USA in den 1980er Jahren fanden die Firmen Wege, sich gegen feindliche Übernahmen zu schützen. Dabei sind sog. **poison pills** besonders beliebt. Diese sehen beispielsweise vor, dass bei einer feindlichen Übernahme die Altaktionäre kostenlos junge Aktien erhalten – die dann zu erheblichen zusätzlichen Kosten erworben werden müssten. Mittlerweile ist die Mehrzahl US-amerikanischer Firmen in Bundesstaaten registriert, in denen poison-pill-Maßnahmen erlaubt sind. So kann es nicht verwundern, dass sich die große Übernahmewelle in den 1980er Jahren nicht wiederholt hat. Eine Firma wie RJR Nabisco, 1988 nach erbittertem Bieterwettkampf von KKR gekauft, könnte sich heute gut schützen.

Ähnliche Schutzmaßnahmen existieren immer noch in einigen europäischen Ländern. Vor allem sog. „**goldene Aktien**“ mit hohen Sonderstimmrechten (häufig in der Hand des Staates), aber auch das VW-Gesetz sorgen beispielsweise dafür, Übernahmen zu erschweren. Hier hat Europa in den letzten Jahren stark darauf hin gearbeitet, solche Verzerrungen zu reduzieren. Im Sinne einer „Waffengleichheit“ auf beiden Seiten des Atlantik erscheint es angezeigt, dass europäische Unternehmen sich so schützen können, wie das amerikanische Firmen bereits tun. Ansonsten droht der Ausverkauf vieler Unternehmen an US-Gesellschaften und Mutterfirmen.

Zwar wäre es vorteilhaft, wenn Übernahmen (ohne Belastung mit übermäßigen Schulden) insgesamt leichter stattfinden könnten, um das Management zu disziplinieren. Es ist jedoch zweifelhaft, ob dieser Effekt wichtig genug ist, um ihn unter den aktuell sehr ungleichen Bedingungen in den USA und in Europa zu rechtfertigen.

Starke Stellung von Betriebspensionskassen: Ein Teil der systematischen Interessendivergenz zwischen Arbeitnehmern und Private Equity-Investoren wird in Großbritannien durch die Pensionskassen der übernommenen Unternehmen wieder geschlossen. Da ein sehr erheblicher Teil der Altersvorsorge über Betriebsrenten erfolgt, sind häufig hohe Anlagen vorhanden.

Um die künftigen Ansprüche der Arbeitnehmer nicht zu gefährden, müssen die Trustees der Betriebsrentenkasse der Übernahme zustimmen. Da sie häufig einen erheblichen Teil der Aktien halten, sind sie in einer starken Verhandlungsposition. In einigen Fällen, wie beispielsweise bei der Übernahme von Sainsbury, ließen sie sich nur nach sehr erheblichen Zugeständnissen von der Notwendigkeit eines Verkaufs überzeugen. So sollten £ 2 Mrd. in die Pensionskasse gezahlt werden, obwohl nur ein Defizit von £ 500 Mio. bestand. Daraufhin scheiterte der Übernahmeversuch. KKR sieht sich in seinem Übernahmeversuch von Boots nun Forderungen über £ 1 Mrd. gegenüber.²⁴

Diese und ähnliche Maßnahmen wurden im Mai 2007 vom englischen Pensions-Regulierer offiziell gutgeheißen. Bei einigen Unternehmen sind die Trustees dafür verantwortlich, die Höhe der Rentenbeiträge des Unternehmens festzusetzen. Ist die Finanzierungsstruktur zu komplex oder schuldenbeladen, haben sie in der Vergangenheit bereits die Zustimmung verweigert oder so hohe Forderungen gestellt, dass die Private Equity-Investoren aufgegeben haben oder die Transaktion ernsthaft in Frage gestellt wurde (wie in den Fällen Sainsbury und Boots).

Die Sonderstellung englischer Pensionskassen kann dafür sorgen, dass die Interessen aller Stakeholder – und nicht nur die der Kapitaleigner – bei einer Übernahme berücksichtigt werden. Eine ähnlich starke Stellung privater Pensionskassen gibt es in Deutschland nicht. Zum Aufbau eines großen Kapitalstocks braucht man Jahrzehnte. Allerdings ließe sich im Rahmen einer umfassenden Reform der Altersvorsorge an eine verpflichtende Einrichtung von Betriebskassen denken, die, von einem paritätisch besetzten Aufsichtsrat überwacht, die Höhe der Pensionsbeiträge des Unternehmens verpflichtend festlegen können. Die Lösung scheint elegant und ist auch praktikabel. Allerdings hat sich der deutsche Gesetzgeber im Rahmen des Aufbaus kapitalgedeckter Rentenansprüche für individuelle Verträge entschieden, um die Mobilität der Arbeitskräfte zu maximieren und um eine Konzentration von Risiken zu vermeiden. Aus dem Blickwinkel volkswirtschaftlicher Effizienz und der Erfolgswahrscheinlichkeit der vorgeschlagenen Maßnahme stellt dieser Weg keine überlegene Option dar.

Strukturelle Reformen der Corporate Governance. Der Anlageerfolg von Private Equity-Firmen lässt sich auf drei Faktoren zurückführen:

- ¶ financial engineering
- ¶ operative Verbesserungen
- ¶ niedrige Einkaufspreise.

Es ist unbestritten, dass viele Firmen gut in den Händen eines Alleinaktionärs geführt werden. In vielen Fällen zeigen Unternehmen nach der Übernahme durch PE-Fonds deutliche Verbesserungen im operativen Geschäft. Bei allen Schattenseiten (Beschäftigungsverluste, Streichung von Forschungs- und Entwicklungsausgaben), die bereits erläutert wurden, lässt sich am Potential zur Ergebnisverbesserung nicht zweifeln. Warum können die gleichen Firmen (und häufig die gleichen Manager) in den Händen einer Fondsgesellschaft deutlich besser abschneiden als beispielsweise in der Form einer börsennotierten Aktiengesellschaft?

Die moderne Aktiengesellschaft mit einem hohen Streubesitz leidet in besonderem Maße unter Anreizproblemen für das Management. Seit den klassischen Arbeiten von Berle and Means (1932) ist bekannt, dass das Management nur unzureichend durch die normalen Formen der „Aktionärsdemokratie“ gesteuert werden kann. Trotz aller Versuche, beispielsweise durch Aktienoptionsprogramme, ein höheres Maß an Interessensidentität zu erreichen, bleibt der sog. **Principal-Agent-Konflikt** eine der wichtigsten Herausforderungen für öffentlich gelistete Firmen.

Ein guter Teil der Performanceverbesserungen von Firmen nach dem Buy out dürfte auf die Anreizwirkung eines Alleineigentümers zurückzuführen sein – insbesondere da, wo sie verbunden ist mit der disziplinierenden Wirkung von hohen Schuldzinszahlungen. Jensen (1986) argumentierte, dass freier Cash flow immer wieder das Management dazu verführt, in Projekte mit schlechten Erfolgsaussichten zu investieren. Dazu passt, dass von den LBO-Firmen, die durch einen IPO verkauft werden, diejenigen anschließend besonders hohe Renditen abwerfen, die bereits zuvor gelistet waren. Hier liegt der Anlageerfolg im Durchschnitt bei 25 Prozent, verglichen mit acht Prozent bei den Firmen, die ursprünglich privat geführt wurden.

Der Erfolg von Private Equity ist aber auch mit zunehmenden Schwierigkeiten gelisteter Firmen zu erklären. Beispielsweise kann die Notwendigkeit, jedes Quartal Erfolgszahlen liefern zu müssen, dazu führen, dass wichtige Investitionsprojekte mit einem längeren Anlagehorizont nicht umgesetzt werden. Stattdessen werden mit freien Mitteln Maßnahmen finanziert, wie der Rückkauf eigener Aktien, Sonderdividenden und andere Formen des Transfers an die Aktionäre.

So dürfte es z. B. kein Zufall sein, dass der erfolgreichste Automobilhersteller der letzten 20 Jahre – Porsche – es immer noch ablehnt, Quartalsberichte vorzulegen. Detaillierte ökonomische Studien über den relativen Beitrag von Principal-Agent-Problemen einerseits und der

kurzfristiger Gewinnorientierung andererseits sind – da nur gleichzeitig zu beobachten – nicht möglich. Gleichzeitig gibt es klare Hinweise darauf, dass der Aktienmarkt künftige Cash flows sehr stark unterbewertet – je nach Studie bis zu 40% bei Mittelzuflüssen, die erst in fünf Jahren stattfinden (Miles 1993). Es liegt nahe, die negative Wirkung von Quartalsberichten im Rahmen der Finanzmarktförderungsgesetze zu entschärfen, z. B. dadurch, dass Unternehmen die Entscheidung über die Berichtsfrequenz explizit freigestellt wird.

Ein Teil des operativen Erfolgs vieler von Private Equity-Firmen gemachter Unternehmen gründet sich auch auf die richtigen Anreize für das Management. Aktienoptionen, wie sie für öffentlich gelistete Unternehmen häufig verwandt werden, scheitern immer wieder daran, den Interessenskonflikt zwischen Anlegern und Managern zu lösen. Private Equity-Firmen geben häufig einfach einen Teil des Firmenkapitals in die Hände des Managements; bei MBOs ist das der Kern einer Transaktion. Das legt nahe, dass die einfache Beteiligung am Aktienkapital in der Form von Aktien oder Phantomaktien ein besonders effektiver Weg ist, um die Anreize richtig zu strukturieren. Im Gegensatz zu Optionen, die im Moment der Ausgabe und ohne weitere Kurssteigerungen nur geringen Wert haben, dafür aber schnell steigen können, übersetzen sich Kursgewinne und -verluste für das beteiligte Management im Verhältnis 1:1 in eigene finanzielle Vor- und Nachteile. Hier ließe sich im Rahmen des Steuerrechts ein Anreiz schaffen, vor allem langfristig gehaltene Aktien als Entlohnungselement für das Management zu verwenden.

Die günstigen Einkaufspreise vieler Private Equity-Firmen scheinen vor allem ein historisches Phänomen zu sein. In den letzten zwei Jahren sind die Preise deutlich gestiegen. Mittlerweile sind Äquivalente zum sechsfachen EBITDA keine Seltenheit mehr.²⁵

Investoren-Aktivismus

Ursprünge in der Übernahmewelle der 1980er Jahre

Als **Investoren-Aktivismus** wird der Versuch direkter Einflussnahme auf das Management durch Minderheitsaktionäre bezeichnet. Die Einflussnahme findet vor allem außerhalb der regulären institutionellen Bahnen, wie der Hauptversammlung, statt. Insbesondere durch Medienkampagnen und das Schmieden von Koalitionen mit anderen Aktionären wird Druck aufgebaut, der zur Durchsetzung von Einzelforderungen genutzt wird. Besonders häufig auf der Liste der Forderungen stehen dabei Sonderdividenden oder Aktienrückkäufe, der Abbau von Barreserven, der Verkauf von Unternehmensteilen, oder die Auswechslung des Managements.

Investoren-Aktivismus ist ein relativ neues Phänomen. Bis in die späten 1980er Jahre hinein galt fast ausnahmslos der Grundsatz, dass unzufriedene Aktionäre ihre Anteile verkaufen, statt auf Veränderungen in den Unternehmen zu drängen. Durch fallende Kurse konnte so die Basis für eine Übernahme durch **corporate raiders** wie Carl Icahn, KKR, oder Forstmann, Little geschaffen werden. Nur bei den größten Aktionären reichte die Marktliquidität nicht aus, um auf dem Weg des Verkaufs das Problem zu bereinigen – und diese Aktionäre waren zu meist direkt im Aufsichtsrat vertreten.

Die Übernahmefirma Icahn Partners beschrieb die eigenen Methoden so:²⁶

„It is our contention that sizeable profits can be earned by taking large positions in “undervalued” stocks and then attempting to control the destinies of the companies in question by: a) trying to convince management to liquidate or sell the company to a “white knight”; b) waging a proxy contest; c) making a tender offer and/or; d) selling back our position to the company”.

Durch Poison Pill-Abwehrmaßnahmen wurde nun Option c) fast unmöglich, a) deutlich schwieriger. Statt Firmen wie früher komplett zu

kaufen, Altaktionäre abzufinden, das Management auszuwechseln und einen neuen Kurs vorzugeben, verwenden Investorenaktivisten eine Reihe von Druckmitteln, um sich Gehör zu verschaffen.

Viele der alten raider wie Carl Icahn sind heute unter die Investoraktivisten gegangen. Ein Paradebeispiel für dieses Vorgehen ist das Verhalten des Hedge Fonds Icahn Partners im Jahr 2005/2006. Zusammen mit drei anderen Fonds erwarb er drei Prozent der Aktien des Medienkonzerns Time Warner. Icahn schlug zwei Maßnahmenbündel vor – die Zerschlagung von Time Warner in seine Einzelunternehmen, wobei mit dem Verkauf von Time Warner Cable anzufangen sei, und den Rückkauf von Aktien im Umfang von \$ 20 Mrd. Die gewählte Transaktionsstruktur hätte dafür gesorgt, dass nur eine Handvoll Aktionäre profitiert hätte (**reverse Dutch auction**, bei der existierende Aktionäre ihre Aktien an das Unternehmen über dem gegenwärtigen Aktienkurs verkaufen). Time Warner hatte – nach dem Ende der Internet-Spekulationsblase und dem unglücklichen Merger mit AOL – fast \$ 125 Mrd. an Marktkapitalisierung verloren. Google verdiente halb so viel wie Time Warner, der Börsenwert war aber doppelt so hoch.

Der CEO von Time Warner, Richard Parsons, hatte die Krise mit konventionellen Mitteln bekämpft – einige Verkäufe, kombiniert mit Kostoptimierung und Veränderungen bei AOL. Carl Icahn drohte mit der offenen Revolte der Aktionäre und begann bald, durch eine Medienkampagne Druck auf das Time Warner Management aufzubauen. Vierzehn neue Direktoren sollten in den Aufsichtsrat entsandt, der CEO ersetzt werden. Bruce Wasserstein von der Investmentbank Lazard stellte einen Bericht für Icahn zusammen, der argumentierte, dass eine Zerschlagung von Time Warner den Aktienkurs dramatisch erhöhen könnte.

Icahn ging davon aus, dass nun die Hedge Fonds anfangen würden, Aktien zu kaufen. Der Kurs würde steigen – gut für seinen Gewinn – und die sich verändernde Aktionärsstruktur würde dafür sorgen, dass

das Management von Time Warner den Kampf aufgibt. Dank eines neuen Aufsichtsrats würde eine hohe Sonderausschüttung an die Aktionäre genehmigt werden. Dass die \$ 20 Mrd., die Time Warner dafür verwenden sollte, dann für Investitionen in neue Filme bei Warner, für neue Magazine im Verlag oder neue Serien für HBO fehlen würde, wäre gleichgültig – dank der Dutch Auction hätte sich Carl Icahn längst verabschieden können.

In diesem Falle kam es anders. CEO Parsons agierte geschickt und hielt die institutionellen Anleger im Boot. Wall Street Analysten zeigten sich wenig überzeugt vom Wasserstein Bericht. Die Hedge Fonds sprangen nicht auf den fahrenden Zug auf, nicht zu letzt deshalb, weil 2006 „old media“ noch als wenig aussichtsreich galt (die Situation hat sich 2007 radikal geändert).

Doch bei Deutsche Börse, bei ABN Amro, GM und vielen anderen Fällen von Investorenaktivismus sah es anders aus. Beispiel GM: Hohe Ausschüttungen durch Rückkäufe und Sonderdividenden gingen oft mit reduzierten F + E-Ausgaben und gestutzten Expansionsplänen einher. Mitunter wurde das Management ausgewechselt und viele Arbeitsplätze gestrichen.

Nach einem Aufstand der Aktionäre – angeführt vom berühmten-aktivistischen Rentenfond der kalifornischen öffentlichen Angestellten, CalPERS – wurde der CEO rausgeworfen, dem Unternehmen ein radikales Schlankheitsprogramm verordnet und Milliarden in Form von Rückkäufen an die Aktionäre ausgeschüttet. Trotz des großen Gewinnwachstums in den 1990er Jahren dank der Beliebtheit von SUVs, die GM massenweise verkaufte, blieben Forschungs- und Entwicklungsausgaben gering. Mittlerweile ist die Produktpalette so veraltet, dass GM die Krankheitsversicherungs- und Pensionskosten seiner Arbeiter kaum noch zu tragen vermag; die Anleihen sind mittlerweile auf Junk-Status herabgestuft worden.

Für Aktionäre kann so das finanzielle Ausbluten von Unternehmen profitabel werden. Auch hierbei spielt die Schuldenfalle eine entscheidende Rolle. In den USA wurde zwischen 2000 und 2005 jeder zweite Dollar frischer Schulden für Aktienrückkäufe eingesetzt. Dadurch sinkt die Zahl der vorhandenen Aktien, die Eigenkapitaldecke des Unternehmens schmilzt, und die Schulden nehmen zu. Steigen anschließend Umsatz und Gewinn, schnellst der Gewinn *pro Aktie* weitaus kräftiger nach oben als vorher. Kommt es jedoch zu einer Krise, ist das Aus deutlich schneller da als vorher, da nun nur noch ein dünner „Film“ von Eigenkapital das Unternehmen von der Insolvenz trennt. Ernüchternd ist, dass selbst nach radikalen Eingriffen die Vorteile für die Aktionäre häufig klein sind – US-Investoren greifen selten zu aktivistischen Maßnahmen, und die Ergebnisse sind oft enttäuschend (Black 1998, Karpoff 2001). Die bisher gründlichste Überblicksstudie zum Thema kommt zu folgendem Schluss (Karpoff 2001):

“To be sure, some empirical results are mixed. But much of the disagreement among researchers reflects differences in the metrics emphasized. Researchers emphasizing changes in target firms' governance structures tend to characterize shareholder activism as a “successful” tool to improve firm performance. *Most of those emphasizing changes in share values, earnings, or operations, in contrast, characterize shareholder activism as having negligible effects on target companies*”.

Die Problemlage ist somit der bei Private Equity-Beteiligungen ähnlich: In beiden Fällen beginnen die Interessen von Investoren und anderen Stakeholders wie Angestellten, Zulieferern usw. zu divergieren, je höher die Schulden des Unternehmens sind. Investoren können durch Diversifikation mit dem Risiko einzelner Pleiten leben – Angestellte nicht.

Hedge Fonds-Aktivismus

Investoren-Aktivismus der traditionellen Art – praktiziert von Pensionskassen und anderen institutionellen Investoren – hat nur geringe Erfol-

ge gezeigt. Es gibt jedoch einige Hinweise darauf, dass Hedge Fonds als aktivistische Investoren mitunter erfolgreicher sind.

Marco Becht et al. (2006) haben die Investitionen des Hermes-Fonds untersucht, der für die Pensionskasse von British Telecom erhebliche Anlagemittel verwaltet. Von insgesamt 71 Investitionen wurden bei 30 aktivistische Strategien angewandt. Dabei wurde vor allem auf forcierte Kontakte mit dem Management gesetzt. Gleichzeitig schreckte der Fond nicht vor Rechtsstreitigkeiten, vor feindlichen Aktionen in der Hauptversammlung und vor Pressekampagnen zurück. In 28 Fällen wurden Firmen gezwungen, Tochterunternehmen abzustoßen und sich auf das „Kerngeschäft“ zu konzentrieren; in zehn Fällen wurden Übernahmen gestoppt und in sieben weiteren die Investitionsprogramme zusammengestrichen. In 14 Fällen wurde der Vorstandsvorsitzende ausgewechselt. Becht et al. finden eine deutliche Überschussrendite von 3-4 Prozent und etwas größere Effekte, wo Restrukturierungsmaßnahmen durchgesetzt wurden.

Unklar ist, wie repräsentativ die Ergebnisse der Studie sind. Hermes ist nur ein vergleichsweise kleiner Fond, und die erklärenden Variablen der Studie (wie verhielt sich der Fond, auf welche Maßnahmen setzte er, etc.?) wurden von Hermes selbst zur Verfügung gestellt. Nicht auszuschließen ist dabei, dass das Fondmanagement (absichtlich oder zufällig) vor allem erfolgreiche Konflikte auf die Liste der eigenen Aktivitäten gesetzt hat.

Eine Studie von Alon Brav et al. (2006) ist empirisch umfassender. Die Autoren untersuchen 888 Maßnahmen von 131 aktivistischen Hedge Fonds. Dabei finden sie deutliche Überrenditen sowie Verbesserungen im operativen Geschäft. Innerhalb von 20 Tagen nach dem Beginn eines substantiellen Involvements der Hedge Fonds (dokumentiert durch ein 13-D-Filing) steigen die Kurse um 7,2 Prozent stärker, als ein Marktmodell nahe legen würde. Die Rendite relativ zu den Aktiva nimmt leicht zu (von 2,35 auf 2,68 Prozent), während die Eigenkapital

(EK)-Rendite nach oben schnell (von 6,1 auf 10,1 Prozent). Die deutlich stärkere Verbesserung der EK-Renditen dürfte auf eine Erhöhung des Leverage zurückzuführen sein. Die Investitionen werden, wie schon im Falle von Hermes, deutlich reduziert, und die Wahrscheinlichkeit, dass es zu einem Wechsel im Vorstand kommt, ist deutlich höher als bei vergleichbaren Firmen. Allerdings ist nicht erkennbar, dass die Verbesserungen im operativen Geschäft ausreichen, um den starken Anstieg der Aktienkurse zu erklären. Auch ist der Beobachtungszeitraum in der Brav et al.-Studie relativ kurz. Wie bereits im Teil über MBOs erkennbar wurde, kommt es häufig bei Veränderungen der Kapitalstruktur nach einigen Jahren zu Verwerfungen und massiven Einbrüchen. Was sowohl die Franks- als auch die Brav et al.-Studie nahe legt ist, dass sich Aktivismus für die Fonds selbst mitunter stärker lohnen kann als für Pensionskassen und andere institutionelle Anleger.

Es gibt auch Hinweise darauf, dass aktivistische Aktionäre lediglich eine Umverteilung von Cash flows vornehmen. Klein und Zur (2006) finden keinerlei Verbesserungen im operativen Geschäft. Weder die Anlagerendite noch die EK-Rendite steigt an, und Verbesserungen des Cash flow bleiben hinter denen vergleichbarer Firmen ohne aktivistische Anleger zurück. Was sich deutlich verändert, sind die ausgeschütteten Dividenden. Klein und Zur finden außerdem Belege dafür, dass aktivistische Fonds sich vor allem auf Firmen konzentrieren, die im Jahr des Erwerbs signifikanter Anteile deutlich besser abschneiden als Vergleichsfirmen. Finanziert werden die hohen Ausschüttungen vor allem durch höhere Schulden. Die zum Teil diametral entgegengesetzten Ergebnisse der Brav et al.-Studie lassen sich durch Unterschiede in der Zusammensetzung des Samples erklären. Brav et al. haben eine höhere Zahl von Transaktionen als aktivistisch identifiziert. Gleichzeitig beschränken sie sich auf einen deutlich kürzeren Zeitraum (2001-05 statt 1995-2005 in der Studie von Klein und Zur). Da auch bei MBOs negative Folgen höherer Verschuldung und geringerer Investitionen erst nach einigen Jahren sichtbar werden, liegt es nahe, dass die Er-

gebnisse von Klein und Zur eher die langfristigen volkswirtschaftlichen Folgen abbilden.

Die Vorgänge bei der Deutschen Börse zeigen eindeutig, dass es durchaus zu spektakulären Fehlentscheidungen kommen kann. So forderte Hohns The Children's Investment Fund (TCI) ab Januar 2005, dass das Übernahmeangebot der Deutschen Börse für die London Stock Exchange zurückgezogen werde – angeblich, weil der Deal den Aktienwert zerstören würde. Die Deutsche Börse hatte ursprünglich 540 pence pro Aktie geboten. Der maximale Preis, den sie bereit gewesen wäre zu zahlen, lag bei ca. 620 pence. Am 29.5.2007 schlossen Aktien der LSE bei 1.429 pence. In den dazwischen liegenden zwei-einhalb Jahren war der Marktwert der LSE um £ 1,55 Mrd. gestiegen. Statt für £ 1,3 Mrd. die LSE zu kaufen, verwendete die Deutsche Börse ungefähr den gleichen Betrag für Aktienrückkäufe und Dividenden. Für Anleger war das alles andere als ein gutes Geschäft. Hätten Investoren die ihnen zurückgegebenen Mittel in den DAX investiert, wären diese £ 2,32 Mrd. wert gewesen. Die LSE aber war £ 2,85 Mrd. wert, eine Wertvernichtung von über £ 500 Mio. Bei einer Anlage in den FTSE Index läge die Wertvernichtung sogar bei £ 1,18 Mrd.²⁷

Maßnahmen

Was kann, was sollte gegen Investorenaktivismus getan werden? Aktivistinnen argumentieren, dass es sich lediglich um eine Form der Anlegerdemokratie handelt. Carl Icahn sagte während seiner Auseinandersetzung mit Time Warner:

„What's important to all this is that if we don't do something about managements and the way we manage – if we don't have a corporate democracy like you have a political democracy – the corporations have no accountability”.

Tatsächlich kommt es immer wieder zu deutlichen Fehlentwicklungen. CEOs vergeuden Geld für Prestigeobjekte, Firmenflugzeuge und un-

sinnige Übernahmen. Zur Kontrolle solcher Formen von Missbrauch ist der Aufsichtsrat (in den USA das Board) gedacht. Es dient als Vertreter der Aktionäre. Der Investorenaktivismus zeigt vor allem zweierlei – die wachsende Divergenz zwischen Teilen der Aktionärgemeinschaft und dem Board einerseits, den unzureichenden Erfolg bei der Kontrolle des Managements andererseits.

Die Aktionärsstruktur verändert sich heute deutlich schneller als die Besetzung der Aufsichtsräte. Die Aktien der meisten Firmen werden im Schnitt pro Jahr einmal verkauft – wobei eine Handvoll langfristiger Aktionäre gar nicht verkauft und dafür ein anderer Teil mehrmals pro Jahr „gedreht“ wird.

Von den Kapitalmarktregeln vorgesehen ist eigentlich ein Abwarten neuer Aktionäre auf die nächste Hauptversammlung, wenn neue Mitglieder in den Aufsichtsrat entsandt werden. Doch der typische Investorenaktivist (wie Icahn) will das nicht und versucht von außen Druck aufzubauen, damit außerhalb des normalen Turnus Mitglieder des Aufsichtsrats ausgetauscht werden und das Management die Richtung ändert.

Mit dem von Icahn (und Chris Hohn) immer wieder bemühten Bild von der Aktionärsdemokratie hat das nichts gemein. Vielmehr entstehen Koalitionen von Aktivisten und institutionellen Anlegern, die das Management zu drangsalieren versuchen – auch ohne eine Mehrheit in der Hauptversammlung. Durch Risikoaversion und mangelnde Beteiligung vieler anderer Aktionäre sind sie häufig in einer relativ starken Position, zumindest für Aufruhr zu sorgen. Zudem gewinnen sie häufig durch die Verhandlungen mit dem Management Informationen über die künftige Unternehmenspolitik, die sie für ihre Handelsstrategien ausnutzen können. Dabei wird – gerade in Europa, wo der Insiderhandel weniger streng reglementiert ist und weniger scharf verfolgt wird als in den USA – dem Missbrauch Tür und Tor geöffnet.

Qualifikation von Stimmrechten in Abhängigkeit der Haltedauer:

Die Handelbarkeit von Aktien innerhalb weniger Minuten ist gut für die Liquidität und senkt die Kapitalkosten bei Seasoned Public Offerings. Auch kurzfristige Erwerbe von Unternehmensanteilen sollten in Zukunft möglich sein. Allerdings ist fraglich, ob es sinnvoll ist, diese kurzfristig erworbenen Aktien mit vollen Stimmrechten auszustatten. Würde beispielsweise eine Mindestheldedauer von einem Jahr zwingend vorgeschrieben, bevor Aktienstimmrechte auf der HV ausgeübt werden können, so würden die Gewinnaussichten für kurzfristig agierende Investoren deutlich zurückgehen. Nach einer Haltedauer von drei Jahren könnte dann das Stimmgewicht verdoppelt werden.

Aktienrückkäufe einschränken: Würde beispielsweise ein Rückkauf von mehr als fünf Prozent aller ausstehenden Aktien pro Jahr gesetzlich verhindert, ließe sich immer noch im Rahmen einer langfristigen Bilanzgestaltung der Eigenkapitaleinsatz optimieren. Doch der Hoffnung auf schnelle Kurssteigerungen, indem Barreserven oder frische Schulden für Rückkäufe eingesetzt werden, wäre so ein Riegel vorgeschoben. Der ordnungspolitische Schaden wäre überschaubar, die Widerstandskraft gegenüber Raidern wie Carl Icahn jedoch hoch. Durch die im Durchschnitt höheren Kapitalpolster würde die Volatilität der Gewinne – und der Volkswirtschaft insgesamt – gesenkt werden.

Allerdings muss beachtet werden, dass es eventuell zu begrenzten Effekten mit umgekehrtem Vorzeichen kommt: Wissen Unternehmen, dass Rückkäufe schwieriger sind, könnte es sein, dass sie weniger neue Aktien ausgeben. Da die Einschränkung lediglich die Geschwindigkeit der Veränderung betrifft, dürfte dieser Effekt jedoch vernachlässigbar klein sein.

Schuldenaufnahme weniger attraktiv gestalten: Bei einer Änderung der Rückkauf-Regeln bliebe Aktivisten vor allem der Weg über Sonderdividenden. Existieren keine großen Barreserven, müssten dafür

Schulden gemacht werden. Auch dieser Weg sollte – aus den genannten ordnungspolitischen Gründen – erschwert werden.

Dabei dürfte die bereits beschlossene Zinsschranke eine wichtige Rolle spielen. Wichtiger noch wäre die Verankerung von Schutzrechten für die bisherigen Gläubiger. Viele Anleihenbesitzer und Kreditinstitute haben Mittel zur Verfügung gestellt unter der Annahme, dass die bisherige Firmenpolitik in punkto Solidität und Liquidität fortgesetzt wird. Wo durch den Druck von Aktivisten diese Maßgaben in den Hintergrund treten, werden de facto Mittel umverteilt. Die Gläubiger werden zu Gunsten der Aktionäre schlechter gestellt. Wenn der ursprüngliche Kreditvertrag keine Klauseln für den Fall einer Bonitätsminderung vorsieht, sollte die Möglichkeit von Regressansprüchen geprüft werden. Sie würden dann fällig, wenn beispielsweise Unternehmensanleihen in eine niedrigere Bonitätsstufe umgruppiert werden, nachdem Sonderausschüttungen für die Aktionäre (in der Form von Dividenden oder Rückkäufen) vorausgegangen sind.

Kreditvergabe und Eigenkapitalanforderungen: Es wäre alternativ (oder zusätzlich) zu erwägen, die Kreditvergabe der Banken im Rahmen eines „Basel III“ restriktiver zu gestalten. Allerdings würde das stabilitätsorientierte und ordnungspolitische Maßnahmen unter dem Banner der Eigenkapitalregulierung vermischen. Was im Falle von Hedge Fonds-Beteiligungen sinnvoll erscheint, ist zwar effektiv, aber ordnungspolitisch nicht wünschenswert im Falle von Investorenaktivismus und dem drohenden Ausbluten übernommener Unternehmen.

Transparenz: In den USA müssen alle Eigentümer, die mehr als fünf Prozent der Aktien einer Firma besitzen, ein so genanntes **13D-Formular** abgeben (Anlage 1). Dabei müssen Eigentumsstrukturen (Anzahl Anteile nach Aktienklasse usw.) offen gelegt werden. Auch sind die Finanzinvestoren zu benennen, die hinter einem Fond stehen, und der persönliche Hintergrund des neuen Großaktionärs (inklusive

Nationalität, Steuernummer, anhängige Rechtsstreitigkeiten und Vorstrafen usw.).

Vergleichbare Regeln gibt es in den meisten europäischen Ländern nicht. Deren Einführung könnte nützlich sein, um Insiderkonflikte zu vermeiden und um den Unternehmen die Chance zu geben, ihre Investorenbasis besser beurteilen zu können. Derzeit erhalten Unternehmen beispielsweise bei ausländischen Wertpapierverwahrern (selbst innerhalb der EU) keine Informationen darüber, wer hinter den gehaltenen Positionen steht. Hier wäre (zur Not) sogar ein deutscher Alleingang möglich und hilfreich, insofern er dafür sorgen würde, dass Unternehmen ihre Investoren kennen können. Wer von Aktionärsdemokratie spricht, sollte gegen solche Maßnahmen keine Einwände haben.

3. Ausblick

Der ehemalige Chefökonom des IWF, Raghuram Rajan, veröffentlichte vor einigen Jahren (zusammen mit Luigi Zingales, von der Universität Chicago) ein Buch mit dem Titel *Saving Capitalism from the Capitalists* – Rettet den Kapitalismus vor den Kapitalisten. Er beschreibt darin, warum der Unternehmenssektor selbst häufig wenig Interesse daran hat, die Wettbewerbsintensität hoch zu halten. Dem Finanzsektor kommt nach den Thesen von Rajan und Zingales eine besondere Bedeutung zu: Er sorgt dafür, dass neue Firmen entstehen können und alte mit der Gefahr von Übernahmen leben müssen. Kreative Zerstörung kann es nur geben, wenn auch der Finanzsektor neuen Wettbewerbern eine Chance gibt.

Die Entwicklungen der letzten Jahre legen es nahe, dass einige Trends an den Finanzmärkten ähnlich selbstzerstörerisch sind wie die Eigeninteressen der Firmen, die Rajan und Zingales beschreiben. Intransparente und nur ungenügend regulierte Hedge Fonds sind selbst in den Augen konservativer Zentralbanker eine potentielle Gefährdung der Stabilität des Weltfinanzsystems. Die Aktivitäten von Private Equity-Anlagegesellschaften und aktivistischen Hedge Fonds sorgen dafür, dass vor allem erfolgreiche Firmen ihre Investitionen zurückfahren müssen und dass große Teile des Cash flow zur Bedienung enormer Schuldenberge verwendet werden muss. Belegschaften und die Zukunft der Firmen leiden häufig. In weiten Teilen Kontinentaleuropas droht ein weiteres Stück Deindustrialisierung, getrieben durch die extremen Renditeansprüche aktivistischer Eigentümer und riskante Kapitalstrukturen. Wo die Schäden besonders spürbar werden, droht ein über den Kapitalmarkt gesteuertes Wirtschaftssystem insgesamt seine Salonfähigkeit zu verlieren.

Die Folgen wären alles andere als erstrebenswert. Eine Rückkehr zu den hoch regulierten Finanzmärkten der Bretton Woods-Ära kann niemand ernsthaft als attraktive Alternative anstreben – nicht zuletzt we-

gen der wettbewerbshemmenden Folgen, die Rajan und Zingales betonen. Hinzu kommt, dass sowohl Private Equity-Anlagegesellschaften als auch Hedge Fonds häufig nützliche Effekte hervorrufen. So werden einige Firmen deutlich besser durch einen Alleineigentümer gemanagt, als sie als Publikumsgesellschaften geführt werden. Die Existenz von Hedge Fonds hat vermutlich erheblich zu den sinkenden Risikokosten der letzten Jahre beigetragen. Um diese positiven Effekte zu nutzen und die Finanzbranche vor den aktivistischen Investoren selbst zu retten, bedarf es allerdings einer klügeren Regulierung.

Auch wenn die seit dem 2. Quartal 2007 wieder zunehmenden Zins- und Risikokosten für Übernahmen und Private Equity-Engagements eine teilweise Entspannung versprechen, muss sinnvolle Regulierung auf mittlere Sicht auch in Zeiten (wieder einmal) billiger Kredite für richtige Anreize sorgen. Dieser Bericht hat eine Reihe von Vorschlägen unterbreitet, wie Missbräuche bei zwei in Europa neuartigen Investitionsformen – Hedge Fonds und Private Equity – reduziert werden können. Hinzu kommen Maßnahmen, die sich auf das Verhalten von aktivistischen Anlegern allgemein beziehen.

Das Verschieben von Risiken durch überzogene Verschuldung ist sowohl bei Private Equity-Beteiligungen als auch bei Hedge Fonds häufig Wurzel des Problems. Während bei Beteiligungen und Übernahmen durch Private Equity-Firmen eine Eindämmung vor allem durch eine Änderung der steuerlichen Behandlung aussichtsreich erscheint, sollte bei Hedge Fonds der Weg über eine Risikosteuerung bei den Banken gegangen werden. So können sowohl systemische Risiken reduziert als auch Schäden für die Realwirtschaft minimiert werden.

Die Geschwindigkeit, mit der gerade der Finanzsektor Innovationen hervorbringt, ist eindrucksvoll. Regulierung mit Augenmaß darf jedoch nicht die Gefahren unterschätzen, bis diese durch eine Krise eindrucksvoll sichtbar werden. Die in diesem Bericht vorgestellten Maßnahmen sollen einen ersten Beitrag dazu leisten, die vielen wichtigen

Verbesserungen bei der Risikoallokation an den Finanzmärkten und bei der Corporate Governance übernommener Firmen auf Dauer zu erhalten und die einseitige Bevorzugung von Finanzinvestoren zu vermeiden.

Anlage 1: Schedule 13D

UNITED STATES
SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION
Washington, D.C. 20549

SCHEDULE 13D
Under the Securities Exchange Act of 1934
(Amendment No. _____)*

(Name of Issuer)

(Title of Class of Securities)

(CUSIP Number)

(Name, Address and Telephone Number of Person
Authorized to Receive Notices and Communications)

(Date of Event which Requires Filing of this Statement)
If the filing person has previously filed a statement on Schedule 13G to report the acquisition that is the subject of this Schedule 13D, and is filing this schedule because of §§240.13d-1(e), 240.13d-1(f) or 240.13d-1(g), check the following box. []

Note: Schedules filed in paper format shall include a signed original and five copies of the schedule, including all exhibits. See §240.13d-7 for other parties to whom copies are to be sent.

* The remainder of this cover page shall be filled out for a reporting person's initial filing on this form with respect to the subject class of securities, and for any subsequent amendment containing information which would alter disclosures provided in a prior cover page.

The information required on the remainder of this cover page shall not be deemed to be "filed" for the purpose of Section 18 of the Securities Exchange Act of 1934 ("Act") or otherwise subject to the liabilities of that section of the Act but shall be subject to all other provisions of the Act (however, see the Notes).

CUSIP No.

1. Names of Reporting Persons. I.R.S. Identification Nos. of above persons (entities only).
.....

2. Check the Appropriate Box if a Member of a Group (See Instructions)
 (a)
 (b)

3. SEC Use Only

4. Source of Funds (See Instructions)

5. Check if Disclosure of Legal Proceedings Is Required Pursuant to Items 2(d) or 2(e)

6. Citizenship or Place of Organization

Number of 7. Sole Voting Power

Beneficially 8. Shared Voting Power

Owned by 9. Sole Dispositive Power.....

Each 10. Shared Dispositive Power

Reporting 11. Aggregate Amount Beneficially Owned by Each Reporting Person

Person 12. Check if the Aggregate Amount in Row (11) Excludes Certain Shares (See Instructions)

With 13. Percent of Class Represented by Amount in Row (11)

14. Type of Reporting Person (See Instructions)

Instructions for Cover Page

(1) *Names and I.R.S. Identification Numbers of Reporting Persons* — Furnish the full legal name of each person for whom the report is filed - i.e., each person re-

quired to sign the schedule itself - including each member of a group. Do not include the name of a person required to be identified in the report but who is not a reporting person. Reporting persons that are entities are also requested to furnish their I.R.S. identification numbers, although disclosure of such numbers is voluntary, not mandatory (see "SPECIAL INSTRUCTIONS FOR COMPLYING WITH SCHEDULE 13D" below).

- (2) If any of the shares beneficially owned by a reporting person are held as a member of a group and the membership is expressly affirmed, please check row 2(a). If the reporting person disclaims membership in a group or describes a relationship with other persons but does not affirm the existence of a group, please check row 2(b) [unless it is a joint filing pursuant to Rule 13d-1(k)(1) in which case it may not be necessary to check row 2(b)].
- (3) The 3rd row is for SEC internal use; please leave blank.
- (4) Classify the source of funds or other consideration used or to be used in making purchases as required to be disclosed pursuant to Item 3 of Schedule 13D and insert the appropriate symbol (or symbols if more than one is necessary) in row (4):

<i>Category of Source</i>	<i>Symbol</i>
Subject Company (Company whose securities are being acquired)	SC
Bank	BK
Affiliate (of reporting person)	AF
Working Capital (of reporting person)	WC
Personal Funds (of reporting person)	PF
Other	OO

- (5) If disclosure of legal proceedings or actions is required pursuant to either Items 2(d) or 2(e) of Schedule 13D, row 5 should be checked.
- (6) *Citizenship or Place of Organization* - Furnish citizenship if the named reporting person is a natural person. Otherwise, furnish place of organization. (See Item 2 of Schedule 13D.)
- (7)-(11), (13) *Aggregate Amount Beneficially Owned by Each Reporting Person, etc.* — Rows (7) through (11) inclusive, and (13) are to be completed in accordance with the provisions of Item 5 of Schedule 13D. All percentages are to be rounded off to nearest tenth (one place after decimal point).
- (12) Check if the aggregate amount reported as beneficially owned in row (11) does not include shares which the reporting person discloses in the report but as to which beneficial ownership is disclaimed pursuant to Rule 13d4 [17 CFR 240.13d-4] under the Securities Exchange Act of 1934.
- (14) *Type of Reporting Person* — Please classify each "reporting person" according to the following breakdown and place the appropriate symbol (or symbols, i.e., if more than one is applicable, insert all applicable symbols) on the form:

<i>Category</i>	<i>Symbol</i>
-----------------	---------------

Broker-Dealer	BD
Bank	BK
Insurance Company	IC
Investment Company	IV
Investment Adviser	IA
Employee Benefit Plan or Endowment Fund	EP
Parent Holding Company/Control Person	HC
Savings Association	SA
Church Plan	CP
Corporation	CO
Partnership	PN
Individual	IN
Other	OO

Notes: Attach as many copies of the second part of the cover page as are needed, one reporting person per page.

Filing persons may, in order to avoid unnecessary duplication, answer items on the schedules (Schedule 13D, 13G or 14D-1) by appropriate cross references to an item or items on the cover page(s). This approach may only be used where the cover page item or items provide all the disclosure required by the schedule item. Moreover, such a use of a cover page item will result in the item becoming a part of the schedule and accordingly being considered as "filed" for purposes of Section 18 of the Securities Exchange Act or otherwise subject to the liabilities of that section of the Act.

Reporting persons may comply with their cover page filing requirements by filing either completed copies of the blank forms available from the Commission, printed or typed facsimiles, or computer printed facsimiles, provided the documents filed have identical formats to the forms prescribed in the Commission's regulations and meet existing Securities Exchange Act rules as to such matters as clarity and size (Securities Exchange Act Rule 12b12).

SPECIAL INSTRUCTIONS FOR COMPLYING WITH SCHEDULE 13D

Under Sections 13(d) and 23 of the Securities Exchange Act of 1934 and the rules and regulations thereunder, the Commission is authorized to solicit the information required to be supplied by this schedule by certain security holders of certain issuers.

Disclosure of the information specified in this schedule is mandatory, except for I.R.S. identification numbers, disclosure of which is voluntary. The information will be used for the primary purpose of determining and disclosing the holdings of certain beneficial owners of certain equity securities. This state-

ment will be made a matter of public record. Therefore, any information given will be available for inspection by any member of the public.

Because of the public nature of the information, the Commission can utilize it for a variety of purposes, including referral to other governmental authorities or securities self-regulatory organizations for investigatory purposes or in connection with litigation involving the Federal securities laws or other civil, criminal or regulatory statutes or provisions. I.R.S. identification numbers, if furnished, will assist the Commission in identifying security holders and, therefore, in promptly processing statements of beneficial ownership of securities.

Failure to disclose the information requested by this schedule, except for I.R.S. identification numbers, may result in civil or criminal action against the persons involved for violation of the Federal securities laws and rules promulgated thereunder.

General Instructions

- A. The item numbers and captions of the items shall be included but the text of the items is to be omitted. The answers to the items shall be so prepared as to indicate clearly the coverage of the items without referring to the text of the items. Answer every item. If an item is inapplicable or the answer is in the negative, so state.
- B. Information contained in exhibits to the statements may be incorporated by reference in answer or partial answer to any item or sub-item of the statement unless it would render such answer misleading, incomplete, unclear or confusing. Material incorporated by reference shall be clearly identified in the reference by page, paragraph, caption or otherwise. An express statement that the specified matter is incorporated by reference shall be made at the particular place in the statement where the information is required. A copy of any information or a copy of the pertinent pages of a document containing such information which is incorporated by reference shall be submitted with this statement as an exhibit and shall be deemed to be filed with the Commission for all purposes of the Act.
- C. If the statement is filed by a general or limited partnership, syndicate, or other group, the information called for by Items 2-6, inclusive, shall be given with respect to (i) each partner of such general partnership; (ii) each partner who is denominated as a general partner or who functions as a general partner of such limited partnership; (iii) each member of such syndicate or group; and (iv) each person controlling such partner or member. If the statement is filed by a corporation or if a person referred to in (i), (ii), (iii) or (iv) of this Instruction is a corporation, the information called for by the above mentioned items shall be given with respect to (a) each executive officer and director of such corporation; (b) each person controlling such corporation; and (c) each executive officer and director of any corporation or other person ultimately in control of such corporation.

Item 1. Security and Issuer

State the title of the class of equity securities to which this statement relates and the

name and address of the principal executive offices of the issuer of such securities.

**Item
2. Identity and Background**

If the person filing this statement or any person enumerated in Instruction C of this statement is a corporation, general partnership, limited partnership, syndicate or other group of persons, state its name, the state or other place of its organization, its principal business, the address of its principal office and the information required by (d) and (e) of this Item. If the person filing this statement or any person enumerated in Instruction C is a natural person, provide the information specified in (a) through (f) of this Item with respect to such person(s).

- (a) Name;
- (b) Residence or business address;
- (c) Present principal occupation or employment and the name, principal business and address of any corporation or other organization in which such employment is conducted;
- (d) Whether or not, during the last five years, such person has been convicted in a criminal proceeding (excluding traffic violations or similar misdemeanors) and, if so, give the dates, nature of conviction, name and location of court, and penalty imposed, or other disposition of the case;
- (e) Whether or not, during the last five years, such person was a party to a civil proceeding of a judicial or administrative body of competent jurisdiction and as a result of such proceeding was or is subject to a judgment, decree or final order enjoining future violations of, or prohibiting or mandating activities subject to, federal or state securities laws or finding any violation with respect to such laws; and, if so, identify and describe such proceedings and summarize the terms of such judgment, decree or final order; and
- (f) Citizenship.

**Item
3. Source and Amount of Funds or Other Consideration**

State the source and the amount of funds or other consideration used or to be used in making the purchases, and if any part of the purchase price is or will be represented by funds or other consideration borrowed or otherwise obtained for the purpose of acquiring, holding, trading or voting the securities, a description of the transaction and the names of the parties thereto. Where material, such information should also be provided with respect to prior acquisitions not previously reported pursuant to this regulation. If the source of all or any part of the funds is a loan made in the ordinary course of business by a bank, as defined in Section 3(a)(6) of the Act, the name of the bank shall not be made available to the public if the person at the time of filing the statement so requests in writing and files such request, naming such bank, with the Secretary of the Commission. If the securities were acquired other than by purchase, describe the method of acquisition.

Item Purpose of Transaction

4.

State the purpose or purposes of the acquisition of securities of the issuer. Describe any plans or proposals which the reporting persons may have which relate to or would result in:

- (a) The acquisition by any person of additional securities of the issuer, or the disposition of securities of the issuer;
- (b) An extraordinary corporate transaction, such as a merger, reorganization or liquidation, involving the issuer or any of its subsidiaries;
- (c) A sale or transfer of a material amount of assets of the issuer or any of its subsidiaries;
- (d) Any change in the present board of directors or management of the issuer, including any plans or proposals to change the number or term of directors or to fill any existing vacancies on the board;
- (e) Any material change in the present capitalization or dividend policy of the issuer;
- (f) Any other material change in the issuer's business or corporate structure including but not limited to, if the issuer is a registered closed-end investment company, any plans or proposals to make any changes in its investment policy for which a vote is required by section 13 of the Investment Company Act of 1940;
- (g) Changes in the issuer's charter, bylaws or instruments corresponding thereto or other actions which may impede the acquisition of control of the issuer by any person;
- (h) Causing a class of securities of the issuer to be delisted from a national securities exchange or to cease to be authorized to be quoted in an inter-dealer quotation system of a registered national securities association;
- (i) A class of equity securities of the issuer becoming eligible for termination of registration pursuant to Section 12(g)(4) of the Act; or
- (j) Any action similar to any of those enumerated above.

Item 5. Interest in Securities of the Issuer

- (a) State the aggregate number and percentage of the class of securities identified pursuant to Item 1 (which may be based on the number of securities outstanding as contained in the most recently available filing with the Commission by the issuer unless the filing person has reason to believe such information is not current) beneficially owned (identifying those shares which there is a right to acquire) by each person named in Item 2. The above mentioned information should also be furnished with respect to persons who, together with any of the persons named in Item 2, comprise a group within the meaning of Section 13(d)(3) of the Act;
- (b) For each person named in response to paragraph (a), indicate the number of shares as to which there is sole power to vote or to direct the vote, shared

power to vote or to direct the vote, sole power to dispose or to direct the disposition, or shared power to dispose or to direct the disposition. Provide the applicable information required by Item 2 with respect to each person with whom the power to vote or to direct the vote or to dispose or direct the disposition is shared;

- (c) Describe any transactions in the class of securities reported on that were effected during the past sixty days or since the most recent filing of Schedule 13D (§240.13d-191), whichever is less, by the persons named in response to paragraph (a).

Instruction. The description of a transaction required by Item 5(c) shall include, but not necessarily be limited to: (1) the identity of the person covered by Item 5(c) who effected the transaction; (2) the date of the transaction; (3) the amount of securities involved; (4) the price per share or unit; and (5) where and how the transaction was effected.

- (d) If any other person is known to have the right to receive or the power to direct the receipt of dividends from, or the proceeds from the sale of, such securities, a statement to that effect should be included in response to this item and, if such interest relates to more than five percent of the class, such person should be identified. A listing of the shareholders of an investment company registered under the Investment Company Act of 1940 or the beneficiaries of an employee benefit plan, pension fund or endowment fund is not required.
- (e) If applicable, state the date on which the reporting person ceased to be the beneficial owner of more than five percent of the class of securities.

Instruction. For computations regarding securities which represent a right to acquire an underlying security, see Rule 13d-3(d)(1) and the note thereto.

**Item Contracts, Arrangements, Understandings or Relationships with Respect to
6. Securities of the Issuer**

Describe any contracts, arrangements, understandings or relationships (legal or otherwise) among the persons named in Item 2 and between such persons and any person with respect to any securities of the issuer, including but not limited to transfer or voting of any of the securities, finder's fees, joint ventures, loan or option arrangements, puts or calls, guarantees of profits, division of profits or loss, or the giving or withholding of proxies, naming the persons with whom such contracts, arrangements, understandings or relationships have been entered into. Include such information for any of the securities that are pledged or otherwise subject to a contingency the occurrence of which would give another person voting power or investment power over such securities except that disclosure of standard default and similar provisions contained in loan agreements need not be included.

**Item
7. Material to Be Filed as Exhibits**

The following shall be filed as exhibits: copies of written agreements relating to the filing of joint acquisition statements as required by §240.13d-1(k) and copies of all written

agreements, contracts, arrangements, understandings, plans or proposals relating to: (1) the borrowing of funds to finance the acquisition as disclosed in Item 3; (2) the acquisition of issuer control, liquidation, sale of assets, merger, or change in business or corporate structure or any other matter as disclosed in Item 4; and (3) the transfer or voting of the securities, finder's fees, joint ventures, options, puts, calls, guarantees of loans, guarantees against loss or of profit, or the giving or withholding of any proxy as disclosed in Item 6.

Signature

After reasonable inquiry and to the best of my knowledge and belief, I certify that the information set forth in this statement is true, complete and correct.

Date

Signature

Name/Title

The original statement shall be signed by each person on whose behalf the statement is filed or his authorized representative. If the statement is signed on behalf of a person by his authorized representative (other than an executive officer or general partner of the filing person), evidence of the representative's authority to sign on behalf of such person shall be filed with the statement: provided, however, that a power of attorney for this purpose which is already on file with the Commission may be incorporated by reference. The name and any title of each person who signs the statement shall be typed or printed beneath his signature.

Attention: Intentional misstatements or omissions of fact constitute Federal criminal violations (See 18 U.S.C. 1001)

<http://www.sec.gov/divisions/corpfm/forms/13d.htm>

Last update: 12/05/2002

Literatur

- Agarwal, V., Daniel, N. und N. Naik, 2005, „Why is Santa Claus so kind to hedge funds? The December bonanza puzzle!“, SSRN working paper.
- Associated Press, 2007, “EU Commissioner McCreevy says additional hedge fund regulation not needed for global markets”.
- Auletta, Ken, 2006, “The Raid”, *The New Yorker*, March 20.
- Baker, George and George Smith, 1998, *The New Financial Capitalists: KKR and the Creation of Corporate Value*. Cambridge.
- Bank of International Settlement, 2005, *External Debt Statistics*, Basel.
- Becht, Marco, Julian Franks, Colin Mayer, and Stefano Rossi (2006), “Returns to Shareholder Activism: Evidence from a Clinical Study of the Hermes U.K. Focus Fund”, ECGI wp. 140.
- Berle, Adolph, und Gardiner Means, 1932, *The Modern Corporation and Private Property*. New York.
- Black, Bernard S. 1998, “Shareholder activism and corporate governance in the U.S.”, in: P. Newman, ed., *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law* (Macmillan, London and Basingstoke).
- Brav, Alon, Wei Jiang, Frank Partnoy, and Randall Thomas, 2006, “Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance”, ECGI wp 139.
- Brunnermeier, Markus und Stefan Nagel, 2004, “Hedge Funds and the Technology Bubble”, *Journal of Finance* 59 (5), p. 2013-2040.
- Candover, 2007, “The Barometer Q1 2007”, April.
- Chan, N., M. Getmansky, S. M. Haas and A. W. Lo, 2005, “Systemic Risk and Hedge Funds”, NBER, WP 11200, March.
- Cochrane, John, 2003, “The Risk and Return of Venture Capital”, Working paper, University of Chicago.
- Cowan, Lynn, 2006, “Big Debt Often Lurks Behind IPOs,” *Wall Street Journal*, May 15, C4.
- Cumming, Doug und Uwe Walz, 2004, “Private Equity Returns and Disclosure Around the World”, Center of Financial Studies, Frankfurt.
- English, Philip C., Thomas I. Smythe, and Chris R. McNeil, 2004, “The “CalPERS effect” revisited”, *Journal of Corporate Finance* 10, 157-74.
- EuroHedge, 2004, “Chasing Pack Continue to Close Gap on the Big Two”, March, pp. 19-21.
- Garbaravicius, T. and F. Dierick, 2005, “Hedge Funds and their Implications for Financial Stability”, ECB Occasional Papers, Frankfurt.
- Geithner, Tim, 2006, “Hedge Funds and Derivatives and Their Implications for the Financial System”, Rede vor der Hong Kong Monetary Authority, 15.9.2006.

- Holthausen, Robert W., und David F. Larcker, 1996, "The Financial Performance of Reverse Leveraged Buyouts," *Journal of Financial Economics*, 42, 293-332.
- International Financial Services, 2005, "Hedge Funds", City Business Series, April.
- Jensen, Michael, 1986, "The Agency Cost of Free Cash Flow: Corporate Finance and Takeovers," *American Economic Review* 76, May.
- Kaplan, Steven N. and Schoar, Antoinette, 2003, "Private Equity Performance: Returns, Persistence and Capital Flows", MIT Sloan Working Paper.
- Karpoff, Jonathan M., 2001, "The impact of shareholder activism on target companies: A survey of empirical findings", Mimeo, University of Washington.
- Klein, April, and Emanuel Zur, 2006, "Hedge Fund Activism", ECGI wp. 140.
- Kußmaul, H., Pfirmann, A., Tcherveniachki, V., 2005, "Leveraged Buyout am Beispiel der Friedrich Grohe AG", in: *Der Betrieb*, 58. Jahrgang, Heft 47 vom 25.11.2005, S. 2.533-2.340
- Lorenzoni, Guido, 2007, "Inefficient Credit Booms", MIT working paper.
- Lowenstein, R., 2001, *When Genius Failed*. London.
- Pagnamenta, Robin und Sarah Butler, 2007, "Trustees Put Poison Pill into Boots Bix Mixture", *The Times*, May 4th.
- PriceWaterhouseCoopers, 2004, "The regulation and distribution of hedge funds in Europe: Changes and challenges", London.
- PSE-Socialist Group in the European Parliament, 2007, "Hedge Funds and Private Equity – A Critical Analysis", March.
- Quinn, S. und H.-J. Voth, 2007, „Free Capital Flows, Higher Correlations: Capital Account Openness and Return Covariances around the World, 1890-2005“, UPF working paper.
- Steadfast Capital, 2006, "Germany Report 2006", Frankfurt.
- Walker, Sir D., 2007, "Disclosure and Transparency in Private Equity", Consultation Document, July.
- Waters, D., 2006, "FSA Regulation and Hedge Funds: An Effective and Proportionate Approach for a Dynamic, International Marketplace", Rede auf der AsiaHedge Konferenz, 19.10.2006.
- Waters, D., 2007, "FSA regulation of alternative investments", Rede vor der International Bar Association and American Bar Association, 12.3.2007.

¹ Brunnermeier und Nagel 2004.

² So die Schlußfolgerungen der EZB in einem Diskussionspapier von Garbaravicius und Dierick 2005.

³ Lowenstein 2001.

⁴ Bank of International Settlement, External Debt Statistics 2005.

⁵ Garbaravicius und Dierick 2005.

⁶ Geithner 2006.

⁷ Waters 2006.

⁸ Agarwal et al. 2005.

⁹ Associated Press 6.3.2007.

¹⁰ Waters 2007.

¹¹ PriceWaterhouseCoopers 2004.

¹² Diese Regelung existierte bereits zum Teil unter der alten (vor 2004) Weiß-grau-schwarz-Regelung.

¹³ PriceWaterhouseCoopers 2004.

¹⁴ EuroHedge 2004 and International Financial Services 2005.

¹⁵ Geithner 2006.

¹⁶ Hierbei können eine Reihe von anderen Faktoren eine Rolle spielen – beispielsweise stärkere Verknüpfung der Realwirtschaft durch Handelsströme. Die Daten sind beschrieben in Quinn und Voth 2007.

¹⁷ Garbaravicius und Dierick 2005.

¹⁸ Gemessen wurde hierbei lediglich der Wert von Transaktionen, der auch offengelegt wurde. Der Meßfehler ist zu vernachlässigen. Berücksichtigt sind nur solche Deals, bei denen deutsche Firmen beteiligt waren (entweder als Käufer oder als übernommenes Unternehmen).

¹⁹ Candover 2007.

²⁰ Dabei ist allerdings anzumerken, dass Bürgschaften der Private Equity Firmen die EK-Quote in ihrer Aussagekraft einschränken, da im Krisenfall zusätzliche Mittel abgerufen werden können.

²¹ Cumming und Waltz 2004.

²² Hierbei wurde die Rendite bereits um die Performance des S&P-500 Index bereinigt (Cao und Lerner 2006).

²³ Zu beachten ist, dass die Firmen mit geringeren Barbeständen nicht deshalb Mittel verloren, weil sie eine Krise durchliefen. Der Vergleich mit Firmen aus dem gleichen Sektor und mit ähnlicher Größe zeigt auf, dass es sich nicht um eine auf der Zusammensetzung der Unternehmen beruhende Verzerrung handelt.

²⁴ Pagnamenta und Butler, 2007.

²⁵ Steadfast Capital 2006.

²⁶ Auletta 2006.

²⁷ Aktienrückkäufe haben zweifelsohne den Kurs der Deutschen Börse belebt, jedoch um den Preis, dass einige Aktionäre nun nichtmehr an der Aufwärtsbewegung teilnehmen. Trotz der massiven Rückkäufe haben sich die Aktien der DB nicht besser entwickelt als die der LSE. Die tatsächliche Wertzerstörung dürfte deshalb für diejenigen Aktionäre, die nicht im Rahmen der Rückkäufe ausgekauft wurden, etwas geringere Wertzerstörungsimplicationen haben.