

Strukturen und Strategien von Finanzinvestoren

Erstellt von: Prof. Christian Böttger
FHTW Berlin
10318 Berlin

RDG Management-Beratungen GmbH
Giesendorfer Str. 11a
12207 Berlin

Im Auftrag der
Hans-Böckler-Stiftung
Hans-Böckler-Straße 39
40476 Düsseldorf

30. Juni 2005

INHALTSVERZEICHNIS

1. Einleitung	1
2. Übersicht Kapitalmarkt	2
2.1. Anleger am Kapitalmarkt	7
2.1.1. Pensionsfonds	7
2.1.2. Stiftungen	10
2.1.3. Versicherungen	12
2.1.4. Sonstige Teilnehmer am Kapitalmarkt	14
2.2. Anlagestrategien	15
3. Private Equity	15
3.1. Abgrenzung und Organisationsform von PE-Firmen	15
3.2. Anzahl und regionale Verteilung von PE-Gesellschaften in Deutschland und Europa	22
3.3. Volumen und ökonomische Bedeutung von Private Equity in Deutschland	23
3.4. Gründe für den steigenden Einfluss von Private Equity in Deutschland	26
3.5. Die Investoren von Private Equity-Fonds in Deutschland	30
3.6. Returns	33
3.7. Strategietypen	36
3.7.1. Einordnung nach Investoren	36
3.7.2. Einordnung der Strategietypen nach der Phase im Lebenszyklus des Unternehmens	37
3.8. Wichtige Marktteilnehmer	45
3.8.1. APAX Partners	45
3.8.2. Blackstone Group	47
3.8.3. KKR	48
3.8.4. Cerberus Capital Management, L. P.	50
3.8.5. Permira	51
3.8.6. Terra Firma Capital Partners	52
3.8.7. BC Partners	53
3.9. Käufe von PE-Fonds in Deutschland	54
3.10. Entwicklung übernommener Firmen anhand ausgewählter Beispiele	54
3.10.1. Tenovis	55
3.10.2. Wincor Nixdorf	55
3.10.3. Grohe	55
3.10.4. Bundesdruckerei	56
3.11. Ansätze und Probleme von Regulierungsversuchen	58
4. Hedge-Fonds	60
4.1. Abgrenzung und Organisationsform	60
4.2. Anzahl und Fondsvolumen von Hedge-Fonds	61
4.3. Investoren in Hedge-Fonds	64
4.4. Profitabilität von Hedge-Fonds	65
4.5. Anlagestrategien	66
4.5.1. Arbitrage („market neutral strategy“)	66
4.5.2. Long-Short-Strategie	67
4.5.3. Global Macro/Event Driven	67
4.5.4. Equity Market neutral/Equity market timing	68

4.5.5.	Merger.....	68
4.5.6.	Distressed Assets/Securities	68
4.5.7.	Dach-Fonds (Fund of Funds).....	68
4.5.8.	Verteilung des Fondsvolumens auf die Strategietypen	69
4.6.	Beispiele für Transaktionen von Hedge-Fonds	70
4.6.1.	Long Term Capital Management (LTCM)	70
4.6.2.	Devisenspekulation	72
4.6.3.	Wella	73
4.6.4.	MLP.....	74
4.6.5.	Gefahrenpotenzial durch Hedge-Fonds	75
4.6.6.	Regulierbarkeit von Hedge-Fonds?	75
5.	<i>Aktuelle Entwicklungen der Hedge-Fonds-Industrie</i>	76

ABBILDUNGSVERZEICHNIS

Abbildung 1: Schematische Übersicht Kapitalmärkte, alle Werte in USD und gerundet	4
Abbildung 2: Typische Anlagestruktur im Bereich Hedge-Fonds und Private Equity	5
Abbildung 3: Vermögen Pensionsfonds, Stand 2002	7
Abbildung 4: Vermögensstruktur Calpers	9
Abbildung 5: Anlagestruktur Yale Endowment.....	11
Abbildung 6: Anlagen der US-Hochschul-Endowments	11
Abbildung 7: Kapitalanlagen der Versicherungswirtschaft in Deutschland, Stand Ende 2003..	12
Abbildung 8: Kapitalanlagen der Versicherungswirtschaft in Europa und USA, Stand Ende 2000	13
Abbildung 9: Organisation eines Private Equity-Fonds	19
Abbildung 10: Kennzahlen-Überblick Private Equity-Branche Deutschland	24
Abbildung 11: Private Equity-Investoren in Deutschland.....	31
Abbildung 12: Herkunft des bereitgestellten Kapitals für in Deutschland investierende Private Equity-Fonds.....	32
Abbildung 13: Private Equity in Deutschland nach Finanzierungsphasen	33
Abbildung 14: Rollierende IRR der europäischen Private Equity-Fonds auf Fünfjahres-Basis in Prozent	34
Abbildung 15: Netto-IRR seit Beginn der Fondslaufzeit (in %).....	35
Abbildung 16: IRR von europäischen Fonds seit Laufzeitbeginn zum 31.12.2003	36
Abbildung 17: Venture Capital-Finanzierung in Deutschland 2004 nach der Entwicklungsphase der Unternehmen.....	41
Abbildung 18: Bedeutende Marktteilnehmer (incl. Vulture) nach Fondsgröße gegliedert in Mrd. USD	45
Abbildung 19: Die größten Übernahmen durch Private Equity-Firmen in Deutschland.....	54
Abbildung 20: Entwicklung Hedge-Fonds weltweit	62
Abbildung 21: Fondsvolumen und Nettozuflüsse Hedge-Fonds Deutschland 2004/05	63
Abbildung 22: Wertentwicklung Hedge-Fonds im Vergleich zu Aktienindices 1990 – 2005.....	65
Abbildung 23: Verteilung des Hedge-Fonds-Volumens weltweit nach Strategietypen Ende 2004	69

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

AG	Aktiengesellschaft
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BVI	Bundesverband Investment und Asset Management e.V.
BVK	Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften
D	Deutschland
DAX	Deutscher Aktienindex
EIF	Europäischer Investitionsfonds
etc.	et cetera
EU	Europäische Union
EVCA	European Private Equity and Venture Capital Association
GBP	Britisches Pfund
GE	General Electric (US-amerikanischer Konzern)
ggf.	gegebenenfalls
GmbH & Co. KG	Kommanditgesellschaft mit einer GmbH als Komplementärin
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
HDW	Howaldtswerke-Deutsche Werft GmbH
Hrsg.	Herausgeber
i. A.	im Allgemeinen
i. d. R.	in der Regel
IG	Industriegewerkschaft
Inc.	Incorporated, Rechtsform von Unternehmen im englischsprachigen Raum
insbes.	insbesondere
IPO	Initial Public Offering
IRR	Internal Rate of Return
IWKA	Industriewerke Karlsruhe (börsennotiertes Unternehmen)
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
KG	Kommanditgesellschaft
KKR	Kohlberg, Kravis, Roberts & Co. (amerikanische Private-Equity-Firma)
LBO	Leveraged Buy Out
MBI	Management Buy In
MBO	Management Buy Out
MIT	Massachusetts Institute of Technology (Universität)
MSCI	Morgan Stanley Capital International
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
PE	Private Equity
S & P	Standard & Poors, US-amerikanische Ratingagentur
s. u.	siehe unten
SPC	Special Purpose Company
SPV	Special Purpose Vehicle
UFCWU	United Food and Commercial Workers Union (amerikanische Gewerkschaft)
UK	Großbritannien
USD	US-Dollar
VC	Venture Capital
z. B.	zum Beispiel

Vorwort

„Strukturen und Strategien von Finanzinvestoren“ ist Teil einer Reihe von Arbeiten, die wir in diesem Jahr angesichts des energischen und bisher ungebremsten Eintritts internationaler Finanzinvestoren in den deutschen Markt veröffentlicht haben.

Während Beteiligungskapital in den anglo-amerikanischen Ländern seit vielen Jahren aktiv ist, hat sich in Deutschland erst langsam eine breite Debatte über seine Chancen und Risiken entwickelt, angetrieben durch mehrere spektakuläre Unternehmenskäufe.

Insbesondere viele Beschäftigte betrachten das Phänomen skeptisch. Sie sehen sich den neuen Eigentümern hilflos ausgeliefert und fürchten, dass ihre Arbeitsplätze dem wachsenden Effizienzdruck nicht standhalten werden. Demgegenüber hoffen vor allem mittelständische Unternehmen auf die Erschließung neuer Finanzierungsquellen.

Unser vorrangiges Ziel war es daher, jenseits von Emotionen sachlich über die Hintergründe aufzuklären und über die tatsächlichen Aktivitäten von Finanzinvestoren zu informieren: Wer sind die Investoren? Woher stammt ihr Kapital? Warum haben sie Deutschland als Markt entdeckt? Welche Strategien verfolgen sie mit dem Unternehmenskauf? Wie haben sich die erworbenen Gesellschaften nach dem Verkauf entwickelt?

Den Autoren ist es gelungen, das Thema – veranschaulicht durch praktische Beispiele und zahlreiche Illustrationen – auch für Kapitalmarkt-Laien verständlich und lebendig aufzubereiten.

Das Ergebnis ist eine fundierte Grundlage, auf der auch die Hans-Böckler-Stiftung die Aktivitäten von Finanzinvestoren in Deutschland mit Publikationen sowie im Rahmen ihrer Beratungs- und Schulungstätigkeit weiter begleiten wird.

Alexandra Krieger

Hans-Böckler-Stiftung

Referatsleiterin Wirtschaft I

1. Einleitung

In der öffentlichen Diskussion in Deutschland wird derzeit die Tätigkeit internationaler Finanzinvestoren mit Aufmerksamkeit verfolgt. Die Vielzahl geplanter oder realisierter Transaktionen (z. B. HDW, Grohe, Deutsche Börse, IWKA) hat verbreitet Irritationen ausgelöst. Dabei ist der jüngste Vergleich mit „Heuschrecken“ durch den SPD-Vorsitzenden Ausdruck des wachsenden Unbehagens.

Wir möchten mit dieser Studie Fakten zur Auseinandersetzung mit dem Thema „Finanzinvestoren“ bereitstellen. Hierzu wird im Teil zwei der Kapitalmarkt übersichtshaft dargestellt. Die großen Anlegergruppen werden beschrieben und die verschiedenen Anlagemöglichkeiten dargestellt. In den beiden folgenden Abschnitten werden die beiden wesentlichen Akteursgruppen des Kapitalmarktes ausführlich vorgestellt, die derzeit im Mittelpunkt der öffentlichen Debatten stehen - Private Equity-Gesellschaften und Hedge-Fonds. Es wird zu zeigen sein, dass diese beiden Marktteilnehmer in ihrem Vorgehen und ihren Zielen völlig unterschiedlich sind.

Im dritten Teil stellen wir die Private Equity-Gesellschaften mit ihren Strategien, ausgewählte Transaktionen der letzten Jahre und die Auswirkungen auf die Beschäftigung in Deutschland vor.

Im vierten Abschnitt beschreiben wir die Hedge-Fonds und ihre Entwicklung der letzten Jahre und erläutern ausführlich wichtige Strategien anhand einiger Beispiele.

Im abschließenden fünften Teil werden aktuelle Entwicklungen auf den Kapitalmärkten, die Hedge-Fonds und Private Equity-Gesellschaften betreffen, vorgestellt.

2. Übersicht Kapitalmarkt

Kapitalmarkt ist der Oberbegriff für alle Märkte, an denen Anleger Kapital zum Zweck der Mehrung investieren können. Klassischerweise wird der Kapitalmarkt in zwei Kategorien unterteilt, den Markt für Aktien und den für Anleihen.

Aktien sind Anteile am Eigenkapital von Unternehmen. Die Stückelung des Eigenkapitals ist der international gängige Standard zur Strukturierbarkeit und einfachen Handelbarkeit von Unternehmensanteilen. Das Vertrauen in Aktien als Kapitalanlage ist auch deshalb so groß, weil sie strengen Regulierungen durch nationale Gesetze und durch Regeln der großen Börsen unterliegen. Diese Regeln betreffen vor allem die Methoden der Gewinn- und Vermögensermittlung, Prüfungs- und Veröffentlichungspflichten. Im Großen und Ganzen ähneln sie sich international, im Detail bestehen allerdings teilweise erhebliche Differenzen zwischen einzelnen Staaten. Der Marktwert aller weltweit gehandelten Aktien liegt bei ca. 37 Bio. USD.^{1,2}

Der zweite große Markt ist der für Anleihen (Renten, Schuldverschreibungen, Bonds, Fixed Income). Anleihen sind verbriefte Schuldtitel. Hauptposition auf diesem Markt sind die Anleihen der öffentlichen Hand (Staaten, Länder, Gemeinden, Sondervermögen, Weltbank usw.). Daneben beschaffen sich jedoch auch Unternehmen über diesen Weg Kapital, das allerdings – anders als Aktien – Fremdkapital darstellt und für das eine unbedingte Rückzahlungspflicht besteht. Charakteristisches Merkmal von Anleihen ist eine vorab benannte, feste Zinszahlung sowie die Rückzahlung des Kapitals zum Ende einer definierten Laufzeit.³ Aus Anlegersicht sind Anleihen deutlich weniger riskant als Aktien, da sie unabhängig vom wirtschaftlichen Erfolg des Schuldners bedient werden müssen. Solange der Schuldner nicht insolvent wird, besteht also kein Rückzahlungsrisiko für den Investor. Entsprechend schwanken die Kurse von Anleihen nur sehr begrenzt (in Abhängigkeit vom Zinsniveau). Weltweit beträgt das Volumen der handelbaren Anleihen rund 50 Bio. USD.⁴

Um zum Handel an einer Börse zugelassen zu werden, müssen die Emittenten (Herausgeber) von Aktien wie Anleihen bestimmte Bedingungen erfüllen, mit denen der Anlegerschutz gewährleistet werden soll. Man bezeichnet diese Märkte deshalb auch als geregelt.

¹ World Federation of Exchanges, Annual Report 2004.

² Für alle hier genannten Zahlen ist darauf hinzuweisen, dass aufgrund von Abgrenzungsproblemen, Währungsschwankungen und unterschiedlichen Bezugsjahren Abweichungen und Inkonsistenzen nicht immer zu vermeiden sind.

³ Zu erwähnen ist, dass es zahllose Varianten von Anleihen gibt, die die Definition nicht erfüllen (Wandelanleihen, Anleihen mit variablem Zinssatz und Anleihen mit offenem Rückzahlungstermin). Sie machen jedoch nur einen geringen Teil des Gesamtvolumens aus und werden hier nicht weiter behandelt.

⁴ Schätzung auf Basis der Zahlen der World Federation of Exchanges, Annual Report 2004, sowie der Statistik der Bond Market Association.

In Abgrenzung dazu besteht natürlich auch ein Handel mit Unternehmensbeteiligungen und Schuldtiteln außerhalb der Börse.⁵ Dieser unterliegt den üblichen gesetzlichen Bestimmungen; allerdings ist das Risiko für die Beteiligten aufgrund der fehlenden Kontrolle durch die Regulierungsvorgaben einer Börse deutlich höher.

Neben den beiden großen Kapitalmärkten sind noch weitere regulierte Märkte (Börsen) zu erwähnen. Zum einen wird der Handel mit Währungen (incl. Futures, d. h. Währungsgeschäfte zu zukünftigen Terminen) über Börsen organisiert, zum anderen werden bestimmte Waren an spezialisierten Börsen gehandelt (insbesondere Edelmetalle, Getreide, Strom). Über diese Märkte versorgen sich Unternehmen mit Rohstoffen und Fremdwährungen.

In den letzten Jahren hat sich eine weitere, spekulative Kategorie von Wertpapieren gebildet. Sie umfasst Futures, Optionen und Derivate. Dabei handelt es sich um Verträge zwischen zwei Parteien über die Lieferung bzw. Abnahme eines börsennotierten Gutes zu einem zukünftigen Zeitpunkt. Solche Verträge erleichtern Unternehmen die wirtschaftliche Planung.⁶ In den letzten Jahren sind zunehmend auch Akteure auf diesen Märkten aufgetreten, die keine dingliche Sicherung benötigen, sondern zu spekulativen Zwecken agieren. Das ist zuerst einmal positiv zu bewerten, da durch die größere Zahl von Akteuren die Märkte „liquider“ werden, d. h. Preise effizienter gebildet werden können. Inzwischen werden auch Optionsgeschäfte auf Aktien oder auf Aktienindizes abgeschlossen. Diese Märkte gewinnen zunehmend an Bedeutung, sollen aber hier nicht vertieft behandelt werden.

Aktien und Anleihen gelten als die klassischen Anlageformen. Entsprechend werden andere Kapitalanlagen oft auch als „Alternative Assets“ bezeichnet. Dabei existieren bei einigen Anlageformen unterschiedliche Abgrenzungen, denen wir an dieser Stelle aber nicht weiter nachgehen wollen (insbesondere werden Immobilien, Asset Backed Securities und Derivate/Futures gelegentlich auch den „Alternative Assets“ zugerechnet).

Die wichtigsten Anlageklassen innerhalb der Kategorie „Alternative Assets“ sind Private Equity- und Hedge-Fonds. Sie stehen zurzeit im Mittelpunkt des öffentlichen Interesses, ihr Volumen ist in den letzten Jahren durch Zuflüsse stark gewachsen. Gemessen am Gesamtvolumen der Kapitalmärkte sind sie jedoch als Anlageformen relativ unbedeutend (Volumen Hedge-Fonds ca. 1 Bio. USD, Volumen Private Equity-Fonds ca. 1,3 Bio. USD). Diese beiden „Assetklassen“ werden in den nachfolgenden Kapiteln ausführlich behandelt.

⁵ Z. B. werden über die Wirtschaftspresse Unternehmensbeteiligungen angeboten, „Factoring“-Unternehmen kaufen Unternehmen ihre Forderungen mit Abschlägen auf den Nennwert ab.

⁶ Z. B. sichern Airlines den Preis für Flugbenzin durch Kaufoptionen mit festgelegten Preisen für die nächsten Monate. PKW-Hersteller sichern durch Währungstermingeschäfte ihre zukünftigen Devisenerlöse ab.

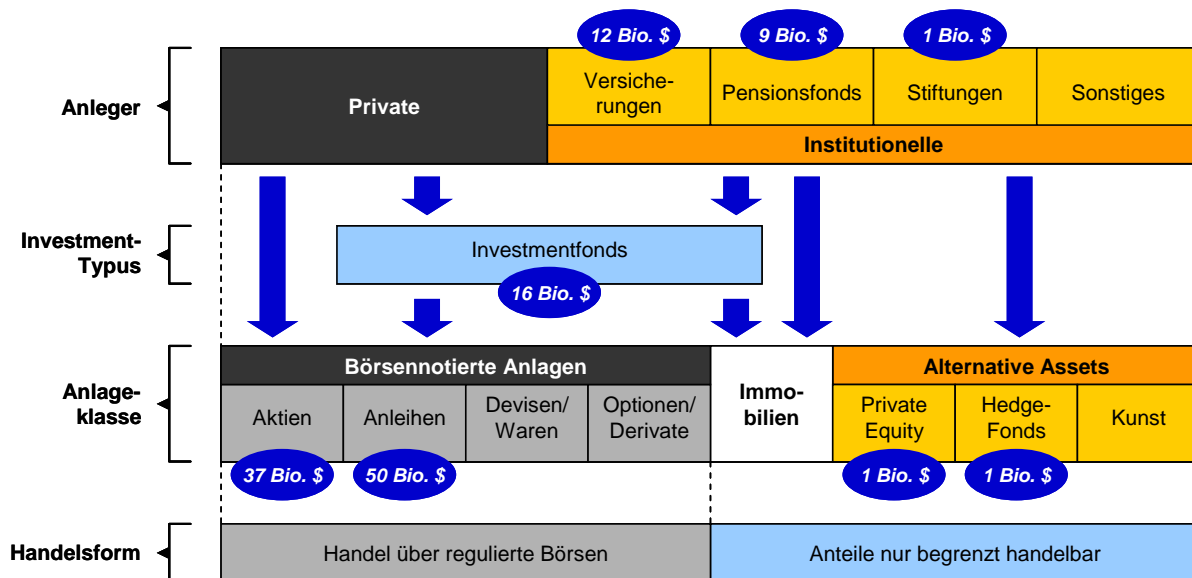


Abbildung 1: Schematische Übersicht Kapitalmärkte, alle Werte in USD und gerundet

Aufgrund der Regulierungsbestimmungen ist es recht leicht, Zahlen über die Anzahl der Papiere, ihre Marktkapitalisierung und Wertveränderungen von Aktien und Anleihen zu erhalten. Im Gegensatz dazu ist die Transparenz der meisten Alternative Assets sehr gering. Die Kapitalsammlung erfolgt zumeist über speziell für diesen Zweck gegründete Firmen. Dabei existieren länderabhängig unterschiedliche Rechtsformen. Üblich ist die Nutzung von „Partnerships“ (etwa analog der deutschen Kommanditgesellschaft). In dieser Konstruktion gibt es zwei Klassen von Eigentümern, der oder die voll haftenden („General“) Partner, die auch die Geschäftsführung innehaben und voll haften (in einer deutschen KG Komplementäre), und die „Limited Partner“, die nur mit ihrer Einlage haften (in einer deutschen KG die Kommanditisten). Die persönliche Haftung der General Partner bzw. Komplementäre kann durch eine vorgeschaltete haftungsbegrenzte Kapitalgesellschaft begrenzt werden (in einer deutschen GmbH & Co. KG durch die Komplementär-GmbH, im englischen Rechtsraum durch eine Limited Liability Partnership). Die rechtlichen Beziehungen zwischen den Beteiligten in der Partnerschaft werden durch „Partnership Agreements“ geregelt, die die Rechte und Pflichten der Beteiligten festlegen (zulässige Geschäftstätigkeit, Kündigung der Anteile, Gebühren, Gewinnverteilung).⁷

Die Gesellschaften agieren dann entweder direkt oder durch Gründung von Tochtergesellschaften. Die genaue Struktur hängt von den rechtlichen und steuerlichen Bestimmungen in dem jeweiligen Markt ab. Oft werden solche Spezialfirmen auch als „Special Purpose Companies“ (SPC) oder „Special Purpose Vehicles“ (SPV) bezeichnet. Entsprechend

⁷ In einer GmbH & Co. KG nach deutschem Recht werden diese Fragen in der Satzung geregelt.

sind solche Konstruktionen juristisch kaum zu regulieren: Ein Hedge-Fonds oder eine Private Equity-Gesellschaft kann in Deutschland in der Rechtsform einer normalen GmbH auftreten und ist auf diese Weise ohne weitere Informationen nicht unterscheidbar von einem industriellen Investor.

Als Problem für so konstruierte Gesellschaften erweist sich, dass die öffentliche Werbung für Kapitalanlagen in den meisten Staaten strengen Regeln unterliegt. Das gilt um so mehr, als gerade Hedge- und Private Equity-Fonds, aber teilweise auch Immobilienfonds, aus regulatorischen und steuerlichen Gründen häufig in Drittländern (z. B. Bermudas, Cayman Islands) etabliert werden. In den USA ist es solchen Gesellschaften untersagt, werblich tätig zu werden.⁸ In Deutschland greift ein kompliziertes Regelwerk aus Kapitalanlagegesetz und Auslandsinvestitionsgesetz, das hier nicht näher behandelt werden kann.⁹ Im Ergebnis ist in den USA der aktive Vertrieb von Beteiligungen an Partnerschaften in Drittländern fast unmöglich. In Deutschland ist ohne Genehmigung der öffentliche Vertrieb ebenfalls unzulässig. Zudem werden bei bestimmten Auslandsanlagen Strafsteuern fällig.

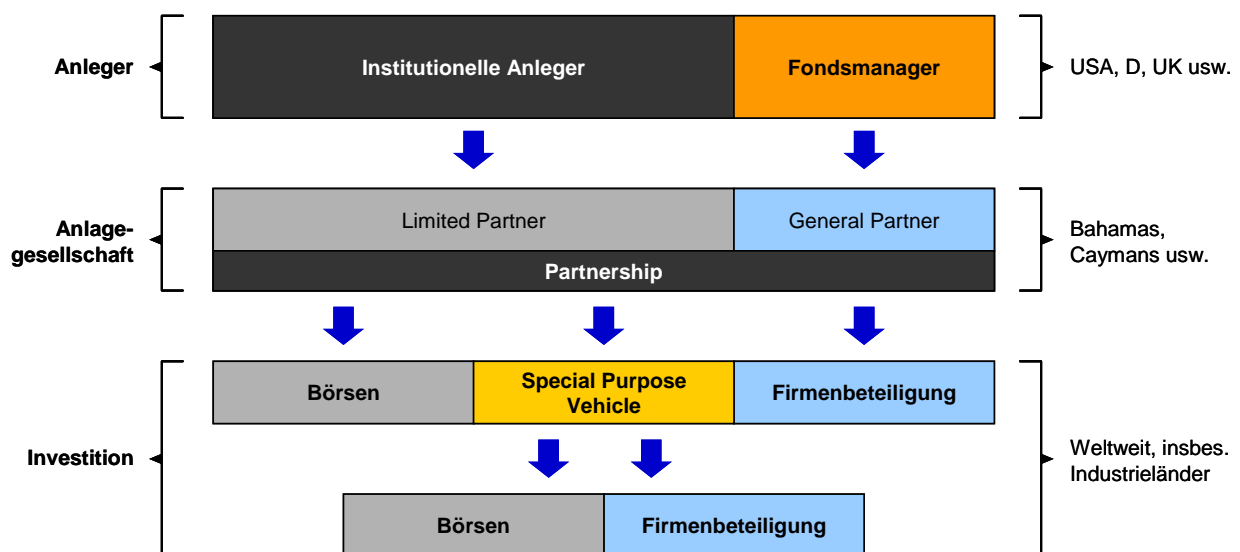


Abbildung 2 : Typische Anlagestruktur im Bereich Hedge-Fonds und Private Equity

Die Betrachtung der unterschiedlichen Gruppen am Kapitalmarkt wird dadurch erschwert, dass im Allgemeinen bestimmte Strategien und Typen mit entsprechenden Rechtsformen

⁸ Investment Act von 1940.

⁹ Siehe ausführlich z. B. Berger, Hannu und Steck, Kai-Uwe: Die Regulierung von Hedge-Fonds in Deutschland, Arbeitspapier, Frankfurt 2003.

gleichgesetzt werden. Tatsächlich gibt es aber auch klassische Unternehmen, die hinsichtlich ihres Tätigkeitsgebietes den Charakter von Hedge-Fonds oder von Private Equity-Gesellschaften haben. So halten große Banken traditionell Unternehmensbeteiligungen; besonders die großen US-Banken nutzen im Eigenhandel Strategien von Hedge-Fonds und beteiligen sich an Private Equity-Fonds. Aktiengesellschaften wie WCM oder die amerikanische Berkshire Hathaway Inc. sind hinsichtlich ihrer Strategie als Private Equity-Firmen einzuordnen.

Als weiterer Marktteilnehmer auf dem Kapitalmarkt sind die Investmentfonds zu nennen. Diese Fonds sammeln Mittel von – überwiegend privaten – Anlegern ein und investieren in eine genau definierte Klasse von börsennotierten Anlagen (z. B. Anleihen oder Aktien, ggf. eingegrenzt auf bestimmte Branchen, Größenklassen oder Strategietypen). Das entscheidende Erfolgskriterium für die Fonds besteht darin, innerhalb der Anlageklasse besonders profitable Papiere zu identifizieren. Die Performance der Fonds wird durch einen Vergleich der Wertentwicklung mit einem Vergleichsindex¹⁰ gemessen. Fonds nehmen für ihre Management- und Verwaltungsleistung Gebühren; üblich sind eine einmalige Gebühr beim Einstieg („Ausgabeaufschlag“, bei Publikumsfonds zumeist 0,5 – 3 %; hinzu kommt eine jährliche Managementgebühr von üblicherweise 0,5 % des Anlagebetrages).

Die Idee von Investmentfonds besteht darin, für den Anleger eine Auswahl von Wertpapieren in einer bestimmten Risikoklasse vorzunehmen. Damit können Investoren, die über wenig Wissen bezüglich der Kapitalmärkte verfügen, durch die Streuung der Aktien nur geringe Risiken eingehen, aber trotzdem an den Wertsteigerungen der Börse partizipieren. In Europa ist die Bedeutung solcher Fonds geringer als in den USA. Dort bieten viele Unternehmen ihren Mitarbeitern Programme zur Rentenfinanzierung an, bei denen beide Seiten laufend Mittel in einen Investmentfonds einzahlen. Entsprechend sind von den rund 16 Bio. USD, die weltweit in Investmentfonds investiert sind, über die Hälfte US-Fonds.

Investmentfonds sind aus Gründen des Anlegerschutzes streng reguliert. Sie dürfen nur in die genau benannte Anlageklasse investieren. Für besonders risikoreiche Fondsanlagen gelten in den meisten Staaten zusätzliche Regeln (in Deutschland z. B. hohe Anforderungen an die Beratung der Investoren, in den USA z. T. Beschränkungen des Vertriebes abhängig vom Vermögen des Anlegers). Investmentfonds dürfen weder Kredite aufnehmen, Optionen oder

¹⁰ Investiert z. B. der Fonds in deutsche Großunternehmen, wäre der Vergleichsindex der DAX.

Futures handeln,¹¹ noch ähnliche „Short“ – Strategien anwenden (Verkauf von – noch nicht im Bestand befindlichen – Wertpapieren zu einem zukünftigen Zeitpunkt).

2.1. Anleger am Kapitalmarkt

2.1.1. Pensionsfonds

Einer der wichtigsten Anleger am Kapitalmarkt sind Pensionsfonds. Darunter werden Fonds verstanden, die - i. A. regelmäßige - Einzahlungen von Privatpersonen entgegennehmen, am Kapitalmarkt anlegen und bei Fälligkeit, i. d. R. dem Renteneintritt, monatliche Rentenzahlungen daraus leisten. In den meisten europäischen Staaten ist die Bedeutung dieser Fonds heute gering. Ursache ist, dass in diesen Ländern, so auch in Deutschland, die Grundsicherung umlagefinanziert wird. Das bedeutet, dass die heutigen Einzahlungen in die Rentenversicherung unmittelbar für die Auszahlung der heutigen Renten verwendet werden.¹² Entsprechend wird kein Kapitalvermögen aufgebaut. Allerdings bestehen in den meisten Ländern steuerbegünstigte Möglichkeiten, zusätzlich zu der staatlichen, umlagefinanzierten Rentenversicherung Kapital für die Rente anzusparen. Betrachtet man die Bedeutung der Fonds auf dem Kapitalmarkt, so zeigt sich, dass auch dieser Markt stark durch die amerikanischen Fonds geprägt ist:^{13,14}

	Vermögen Pensionsfonds in Mrd. USD	Vermögen in % vom BIP
Deutschland	75	3,8
Großbritannien (2001)	1.049	73,3
Niederlande	417	99,6
Schweiz	336	125,5
Frankreich	95	4,0
USA	5.934	56,9

Abbildung 3 : Vermögen Pensionsfonds, Stand 2002

Die Tabelle zeigt, dass etwa zwei Drittel der weltweiten Pensionsfondsanlagen in den USA liegen. Ursache ist, dass sich das Rentenversicherungssystem fundamental von dem

¹¹ Inzwischen sind in geringem Umfang auch Investmentfonds für Futures, Optionen und Derivate genehmigt worden. Dieses Thema soll hier vernachlässigt werden. Investmentfonds für Hedge-Fonds und Private Equity werden in den Abschnitten 3 und 4 behandelt.

¹² In Europa verfügen nur Großbritannien, Island, die Niederlande, die Schweiz und mit Einschränkungen Dänemark über eine weitgehende Kapitaldeckung ihrer Pensionsverpflichtungen.

¹³ OECD Global Pension Statistics Project – Data Update mit Datenstand 2002; Daten für Japan liegen nicht vor.

¹⁴ Die nachfolgende Tabelle hat eine methodische Schwäche, da in ihr nur Fonds in eigener Rechtsform erfasst werden. Andere Formen der Anlage (z. B. Investmentsparen, Verwaltung im betrieblichen Vermögen) sind entsprechend nicht enthalten.

kontinentaleuropäischen unterscheidet. In den USA besteht keine generelle gesetzliche Rentenversicherung, allerdings bieten viele Arbeitgeber Pensionsfonds an, in den Arbeitgeber und Arbeitnehmer nach bestimmten Regeln einzahlen. Die gesetzlichen Bestimmungen und steuerlichen Besonderheiten des US-Systems können hier nicht vertieft werden. Im Ergebnis jedenfalls verwalten die entsprechenden Fonds riesige Beträge, die sie am Kapitalmarkt anlegen können. Einige Firmen schließen Verträge mit professionellen Fondsgesellschaften ab. Diese verwalten dann die Einzahlungen. Andere managen ihre Fonds selbst. Die Fonds, vertreten durch die Aufsichtsgremien, können im Prinzip frei entscheiden, welche Anlageformen sie wählen wollen. Die unterschiedliche „Aktienkultur“ in unterschiedlichen Staaten zeigt sich auch in dem unterschiedlichen Mix der Anlageformen: In den USA und Großbritannien wird der überwiegende Teil der Mittel in Aktien und Aktienfonds investiert, während z. B. die Niederlande, Singapur und die meisten osteuropäischen Länder, die mit dem Aufbau einer kapitalgedeckten Rentenversicherung begonnen haben, einen großen Teil ihrer Mittel in Staatsanleihen anlegen.

Als Beispiel für einen großen amerikanischen Fonds soll hier jetzt der vom Volumen her größte US-Rentenversicherungsfonds vorgestellt werden, der zugleich wegen seiner aktiven Beteiligungspolitik in den letzten Jahren mediale Aufmerksamkeit erlangt hat.

Calpers ist der Fonds für die öffentlichen Angestellten des Staates Kalifornien. Er beinhaltet vor allem eine Rentenversicherung, zu der die Arbeitgeber etwa zwei Drittel beitragen. Daneben wickelt der Fonds die Zuschüsse zur Krankenversorgung ab und bietet optional eine Pflegeversicherung an. Ca. 1,4 Mio. aktive oder ehemalige Angestellte sind Beitragszahler und/oder Leistungsempfänger.¹⁵ Der Fonds wird von einem Board geleitet, in dem neben kalifornischen Ministern auch Vertreter der Versicherten vertreten sind. Bis vor kurzem war S. Harrigan, zugleich regionaler Vorsitzender der einflussreichen Gewerkschaft UFCWU, Präsident des Fonds.

¹⁵ Anzumerken ist, dass dies nicht dem US-Standard entspricht. Die Sozialleistungen des Staates Kalifornien sind für US-Verhältnisse einmalig hoch.

Calpers verwaltet ein Vermögen von ca. 180 Mrd. USD.¹⁶ Das ist folgendermaßen angelegt:

	<u>Stand April 2005</u>	<u>Zielstruktur</u>
US-Aktien	39,9 %	40 %
Ausl. Aktien	22,6 %	20 %
Anleihen	25,9 %	26 %
Private Equity	4,7 %	6 %
Absolute Return (Hedge-Fonds)	- %	- %
Immobilien	6,2 %	8 %
Cash	0,8 %	0 %

Abbildung 4 : Vermögensstruktur Calpers

Calpers hat in den vergangenen Jahren öffentliche Aufmerksamkeit erlangt, weil er für höhere Transparenz eingetreten ist, insbesondere bei Unternehmen, deren Aktien er gehalten hat. Auch wurde auf das Management der Unternehmen Druck ausgeübt, die Unternehmen stärker am Shareholder Value auszurichten.

In den letzten fünf Jahren ist Calpers allerdings intern stärker unter Druck geraten, da die Verzinsung des Kapitals nach Fondsmaßstäben mäßig war. In dem Zeitraum von 1995 – 1999 hat Calpers durchschnittlich eine jährliche Verzinsung von rund 20 % erreicht, in den letzten fünf Jahren nur etwa 3 % - einer der Gründe für die Ablösung des Calpers-Präsidenten. Zuletzt waren vor allem die Verluste im Bereich Private Equity Gegenstand von Diskussionen in der Branche.

Die Transparenz, auch hinsichtlich der eigenen Anlagen, ist weiter vorbildlich. So veröffentlicht Calpers eine aktuelle Liste aller Investments. Dabei wird der aktuelle Wert der Beteiligung dargestellt und so der Erfolg der Anlagen erkennbar. Im Bereich Private Equity hat Calpers derzeit rund 8,5 Mrd. USD investiert. Diese Investition verteilt sich auf 250 Fonds, darunter Fonds aller großen PE-Gesellschaften (Carlyle, KKR, Blackstone, Apax usw.). Die Investmentbeträge liegen zwischen zwei und 100 Mio. USD, in wenigen Fällen auch mehr. Etwa 90 der Beteiligungen sind seit dem Kauf in ihrem Wert gestiegen, die restlichen sind in ihrem Wert gefallen. Bei knapp 100 der Fonds ist der Wert seit dem Erwerb um mehr als die Hälfte gesunken, bei etwa 30 hat sich der Wert mehr als verdoppelt.

¹⁶ Zahlen in diesem Abschnitt entnommen aus „Facts at a Glance“ von Calpers, Stand Ende April 2005.

2.1.2. Stiftungen

Eine weitere Gruppe von Kapitalanlegern, die für die Kapitalmärkte in den USA eine große Bedeutung haben, sind Stiftungen (Foundations und Endowments). Insgesamt ist es in den USA weit üblicher als in Europa, dass Wohlhabende Geld für gemeinnützige Zwecke zur Verfügung stellen. Entsprechend verfügen US-Stiftungen über riesige Vermögenswerte: Die im Foundation Center organisierten Stiftungen verfügen insgesamt über ein Vermögen von ca. 450 Mrd. USD.¹⁷ Die Schenkungsfonds der US-Hochschulen verfügen über ein Vermögen von rund 100 Mrd. USD.¹⁸ Es wird gespeist aus Zuwendungen privater Spender, überwiegend ehemaliger Studierender. Ein großer Teil dieser Zuwendungen erfolgt zweckgebunden (z. B. Stipendien – allgemein oder für bestimmte Gruppen, Forschungsprojekte oder Stiftungsprofessuren in bestimmten Bereichen usw.). Die Verwaltung und Mehrung erfolgt jedoch über eine hochschulweite Dachorganisation (Endowment).

Das Anlagevolumen der Endowments ist gegenüber anderen institutionellen Investoren vergleichsweise gering. In den letzten Jahren waren ihre Anlagestrategien deutlich weniger konservativ als die Anlagen von Pensionsfonds und Versicherungen, bei denen die Vermeidung von Substanzverlust oberste Priorität genießt. Endowments gehörten zu den ersten Großanlegern in Private Equity und in Hedge-Fonds; die Erfolge dieser Anlagestrategien werden entsprechend am Kapitalmarkt mit Interesse verfolgt.

Als eine der erfolgreichsten Endowments gilt die der Yale Universität. Sie hat in den vergangenen zehn Jahren eine durchschnittliche jährliche Verzinsung von 16 % erzielt.¹⁹ Derzeit legt die Stiftung ihr Vermögen folgendermaßen an:

¹⁷ Statistik des Foundation Centers für 2004. Größte Stiftung mit einem Volumen von rund 26 Mrd. USD ist die „Bill & Melissa Gates – Stiftung“ mit 26 Mrd. USD Volumen.

¹⁸ Übersicht der „National Association of College and University Business Officers“ für 2004. Die Daten sind ungenau, da nicht alle US-Hochschulen Mitglied sind. Die größten Endowments sind die von Harvard (22 Mrd. USD) und Yale (12 Mrd. USD). Insgesamt verfügen etwa 50 Hochschulen über ein Stiftungsvermögen von mehr als 1 Mrd. USD.

¹⁹ Alle Zahlen dieses Abschnitts stammen aus dem Jahresbericht „The Yale Endowment 2004“.

	Stand Juni 2004	Zielstruktur	% Verzinsung 1994-2004
US-Aktien	14,8 %	15 %	17 %
Ausl. Aktien	14,8 %	15 %	10 %
Anleihen	7,4 %	7,5 %	8 %
Private Equity	14,5 %	17,5 %	37 %
Absolute Return (Hedge-Fonds)	26,1 %	25 %	12 %
Real Assets (Warenmärkte)	18,8 %	20 %	17 %
Cash	3,5 %	0 %	0 %

Abbildung 5: Anlagestruktur Yale Endowment

Auch im Verhältnis zu anderen Hochschul-Endowments ist das Portfolio von Yale recht risikoreich: Für die in dem Verband organisierten Hochschulen werden für die unterschiedlichen Größenklassen im Durchschnitt folgende Allokationen der einzelnen Anlageklassen angegeben:²⁰

	Durchschnitt aller Endowments mit einem Anlagevolumen von...						
	>1 Mrd	0,5-1 Mrd.	0,1-0,5 Mrd.	50-100 Mio.	25-50 Mio.	< 25 Mio.	gesamt
Aktien	46,3%	56,9%	59,1%	62,5%	61,5%	61,7%	50,8%
Anleihen	15,2%	15,7%	19,5%	22,1%	24,6%	27,2%	17,2%
Immobilien	4,0%	2,9%	3,1%	2,7%	3,3%	1,3%	4,0%
Hedge Fonds	20,2%	14,4%	10,0%	5,6%	4,6%	1,8%	14,7%
Private Equity	4,9%	4,5%	2,0%	0,5%	0,3%	0,2%	3,5%
Venture Capital	3,5%	2,1%	1,2%	0,4%	0,2%	0,0%	3,1%
Real Assets	2,6%	1,2%	0,9%	0,2%	0,2%	0,0%	3,0%
Andere/Cash	3,4%	2,3%	4,2%	6,1%	5,4%	7,6%	3,7%

Abbildung 6: Anlagen der US-Hochschul-Endowments

Die Zahlen zeigen, dass mit zunehmender Größe der Anteil an wenig riskanten Anlagen wie Anleihen sinkt und der Anteil risikoreicher Anlagen mit hohen Anforderungen an das Management steigt. Zugleich zeigt sich, dass in allen Größenklassen die Bereitschaft zur Nutzung von „Alternative Assets“ deutlich größer ist als bei Pensionsfonds.

²⁰ Nach Berechnungen des Bundesverbandes Deutscher Banken waren Ende 2003 von ca. 4 Bio. EUR Geldvermögen in Deutschland 1,4 Bio. EUREUR (35,7 %) in Bargeld/Sparanlagen/Festgeld angelegt, etwa 230 Mrd. EUR (5,9 %) in Aktien, 442 Mrd. EUR (11,3 %) in Festverzinsliche, 464 Mrd. EUR (11,6 %) in Investmentfonds und 997 Mrd. EUR (25,4 %) in Versicherungen.

2.1.3. Versicherungen

Wie bereits im Abschnitt zu Pensionsfonds erwähnt, unterscheiden sich die Strukturen der Kapitalanlage international sehr deutlich. Ursache hierfür sind neben der unterschiedlichen Kultur gegenüber den Kapitalmärkten auch unterschiedliche steuerliche Regelungen. Historisch sind in Deutschland Anlagen in Versicherungen steuerlich begünstigt, entsprechend ist mit rund 25 % des Geldvermögens ein großer Teil des Vermögens in Deutschland in dieser Anlageform investiert. In den USA und Großbritannien hingegen erfolgt die Altersvorsorge oft durch direkte Investitionen am Kapitalmarkt. Mit rund 5,5 Bio. USD Vermögen liegt Europa in dieser Anlageklasse deutlich vor den USA mit rund 4,5 Bio USD.

Lebensversicherungen werden in allen Staaten reguliert. Damit soll die angemessene Beteiligung der Anleger an den Gewinnen sichergestellt werden. Zudem bestehen in vielen Ländern Regeln zur Beschränkung des Anlagerisikos. Besonders in Deutschland mit der tiefen Skepsis gegenüber Kapitalmärkten bestehen strenge Regeln hinsichtlich der für Versicherungen zulässigen Anlageklassen. So ergibt sich hier folgende Verteilung auf die einzelnen Anlageklassen:²¹

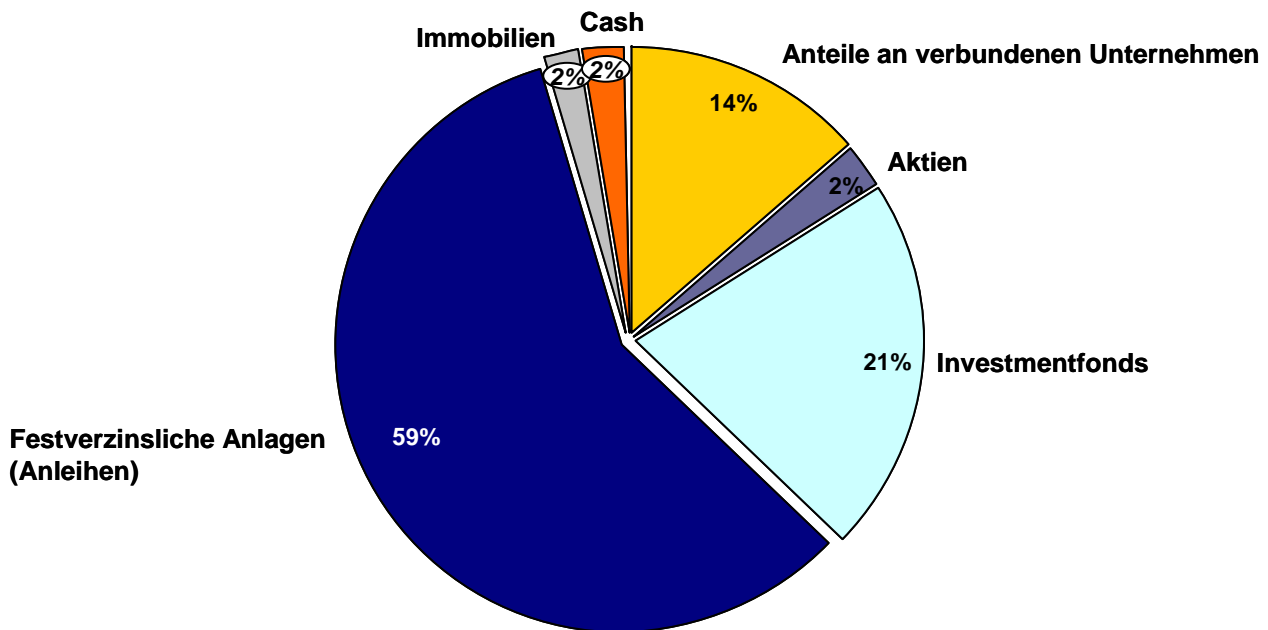


Abbildung 7: Kapitalanlagen der Versicherungswirtschaft in Deutschland, Stand Ende 2003

²¹ Quelle: Statistisches Jahrbuch 2003 des Verbandes der Deutschen Versicherungswirtschaft.

Es zeigt sich, dass mit dem hohen Anteil festverzinslicher Wertpapiere das Risiko des Substanzverlustes zwar gering ist, allerdings sind die so erzielbaren Renditen dementsprechend vergleichsweise niedrig.

In den letzten Jahren sind die gesetzlichen Bestimmungen gelockert worden, die die Anlagestrategie der Versicherungen bestimmen.²² Es ist davon auszugehen, dass der Anteil Alternativer Assets leicht steigen wird, eine fundamentale Veränderung ist jedoch nicht zu erwarten.

Im internationalen Vergleich der Verteilung der Kapitalanlagen von Versicherungen zeigt sich erneut die konservative Ausrichtung in Deutschland:²³

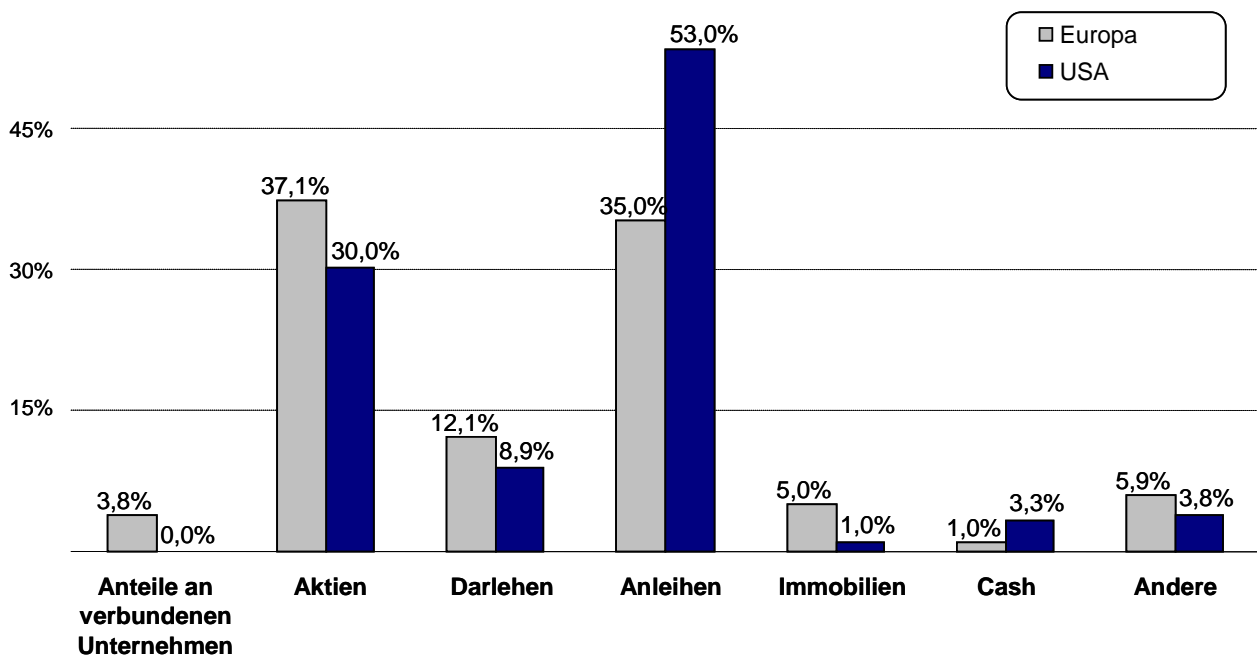


Abbildung 8 : Kapitalanlagen der Versicherungswirtschaft in Europa und USA, Stand Ende 2000

²² Versicherungsaufsichtsgesetz und Anlageverordnung; zu Details siehe Widmann, Ralf und Korkow, Kati: Bei Hedge-Fonds geht jetzt vieles, aber lange nicht alles, in: Versicherungswirtschaft, 15.12.2004.

²³ Quelle: Third-Party Asset Management für Versicherer, in: Sigma 5/2002, Hrsg.: Swiss Re.

2.1.4. Sonstige Teilnehmer am Kapitalmarkt

Die drei in den vorigen Abschnitten dargestellten Gruppen repräsentieren drei große Teilnehmer, die professionell am Kapitalmarkt agieren. Daneben gibt es natürlich weitere Akteure.

Industrieunternehmen

Viele Industrieunternehmen beteiligen sich über den Kapitalmarkt an anderen Unternehmen. Dies geschieht zumeist in der gleichen oder einer benachbarten Branche, in der das Unternehmen tätig ist. Diese Investoren verfolgen zumeist strategische Ziele in dem entsprechenden Markt und halten ihre Anteile langfristig. Daher ist ihre Aktivität am Kapitalmarkt zumeist gering.

Unternehmen als Investitionsvehikel

Viele Unternehmen beteiligen sich an anderen Unternehmen zum Zweck der kurz- oder mittelfristigen Gewinnrealisierung. In einigen Segmenten, wie z. B. Venture Capital, ist dies eine gängige Strategie. Daneben findet sich eine Vielzahl von weiteren Unternehmen, deren Geschäftstätigkeit mehr oder weniger ausschließlich darin besteht, in andere Unternehmen zu investieren. Solche Unternehmen agieren in allen Rechtsformen und Größenklassen (z. B. Berkshire Hathaway, Pacific Rail, Spütz AG, Wyser-Pratt Management Co.). Da zudem die Identifizierung der tatsächlichen Ziele eines Investments nicht immer transparent ist, erweist es sich als problematisch, diese Gruppe hinsichtlich ihres Volumens einzuschätzen.

Banken und Vermögensverwalter

Die Rolle von Banken besteht nicht nur darin, den Zahlungsverkehr für Dritte zu organisieren, sie investieren auch eigene Mittel am Kapitalmarkt. Dabei bedienen sie sich unterschiedlicher Strukturen (Fonds, Special Purpose Vehicles, Direktinvest) und wenden dabei auch unterschiedliche Strategien an. Daneben sind Banken neben spezialisierten Anbietern als Vermögensverwalter für vermögende Privatpersonen tätig. In dieser Funktion tätigen sie ebenfalls Investments, wobei sie sich unterschiedlicher Strukturen bedienen.

Privatanleger

Viele Privatanleger legen ihre Ersparnisse zunehmend nicht mehr auf dem Sparbuch an, sondern werden selbst am Kapitalmarkt aktiv. Dies geschieht teilweise über Investmentfonds, viele Anleger investieren jedoch auch direkt in Anlagen wie z. B. Aktien oder Anleihen. Daneben sind natürlich auch besonders vermögende Gruppen als Privatanleger tätig.

2.2. Anlagestrategien

Alle Anleger, die sich hauptberuflich mit Kapitalanlagen befassen, werden zusammengefasst als „Institutionelle Investoren“ bezeichnet. Von den oben dargestellten Gruppen sind das vor allem die Anlagemanager von Banken, Versicherungen, Pensionsfonds, Vermögensverwaltungen, am Kapitalmarkt investierende Unternehmen usw. Diese Organisationen verfügen i. A. über eine explizit festgelegte Anlagestrategie, die vom Vorstand, Aufsichtsrat, Board o. ä. beschlossen wird. Insbesondere große Fonds brauchen üblicherweise recht lange, bis sich die Gremien auf Veränderungen der Anlageziele einigen können, dementsprechend agieren sie recht langsam.

Dabei stehen diese Organisationen üblicherweise unter Druck, die Verzinsung eines „Referenzindex“ mindestens zu erreichen, möglichst zu übertreffen.²⁴ Da die großen Fonds nicht unmittelbar investieren, sondern zumeist Investmentfonds (oder Fonds für Alternative Assets) nutzen, wird es heute als das zentrale Erfolgskriterium angesehen, innerhalb einer vorgegebenen Assetklasse die besonders erfolgreichen Fonds zu identifizieren und in sie zu investieren. Besonders bei den Alternative Assets gilt es als zentrales Erfolgskriterium für einen Fondsmanager, dass die von ihm getätigten Anlagen sich im oberen Quartil wieder finden, d. h. zu den 25 % der erfolgreichsten Fonds gehören.

3. Private Equity

3.1. Abgrenzung und Organisationsform von PE-Firmen

Die Private Equity-Branche ist eine relativ junge Industrie. Auch wenn die klassische externe Eigenkapitalfinanzierung schon immer ein gängiges Finanzierungsinstrument war, hat sich Private Equity erst seit den sechziger Jahren des letzten Jahrhunderts zu einer eigenen Branche entwickelt. Weltweit wird die Industrie zum einen von einigen britischen und amerikanischen Firmen und zum anderen von einer Vielzahl kleiner nationaler Beteiligungsfirmen bestimmt. Die großen amerikanischen Private Equity-Firmen sind in Europa fast vollständig mit einheimischen Tochterfirmen und lokalem Management vertreten. Das Kapital in Europa stammt überwiegend von europäischen Investoren.²⁵ Daher wird im Folgenden auf eine Darstellung der amerikanischen Private Equity-Industrie verzichtet und der Fokus auf Deutschland und Europa gelegt. In Deutschland waren es Beteiligungsförderungsgesellschaften von Banken, die ab 1965 Unternehmen finanzierten. Erste unabhängige Finanzierer, wie die Matuschka Gruppe, hatten in den achtziger Jahren in Deutschland ihre Blütezeit. Seitdem werden auch verlässliche Statistiken über die Größe und

²⁴ Ein schönes Beispiel für einen Fonds, der sehr sorgfältig (und stolz) seine Performance in jeder einzelnen Anlageklasse mit den jeweiligen Referenzindices vergleicht, findet sich im Jahresbericht der Yale Endowment 2004.

²⁵ EVCA Yearbook 2004.

den Erfolg dieser Branche erhoben. Seit 1985 wächst die Private Equity- Industrie in Deutschland und Europa rasant: In den letzten 20 Jahren hat sich das Volumen von Private Equity-Investitionen in Deutschland von 1 Mrd. EUR 1985 auf heute etwa 17 Mrd. EUR vervielfacht.²⁶

Investitionsfokus

Die übliche Abgrenzung von Private Equity-Fonds (PE-Fonds) gegen andere Investoren erfolgt über den Investitionsfokus: Private Equity-Fonds investieren in Unternehmen, die nicht börsennotiert sind oder deren Aktien nach dem Kauf aus dem Handel genommen werden sollen (Delisting). Private Equity ist also eine reine Eigenkapitalfinanzierung. Der Investor erhält anders als ein Kreditgeber keine festen Zinszahlungen, sondern ist als Gesellschafter des Unternehmens an Gewinnen und Verlusten gleichermaßen beteiligt. Das Risiko dieser Anlageform ist die Insolvenz des Unternehmens, also der (Total)verlust der Investition. Das eigentliche Ziel von Private Equity- Unternehmen sind jedoch nicht Dividenden und Gewinnausschüttungen, sondern den Wert des erworbenen Unternehmens innerhalb eines begrenzten Zeitraumes zu erhöhen, um das Unternehmen dann zu einem höheren Preis wieder zu veräußern (Exit). Private Equity-Fonds haben üblicherweise einen mittelfristigen Planungshorizont für ihre Investitionen und versuchen die Unternehmen nach zwei bis acht Jahren weiter zu verkaufen. Die üblichen Wege eines Verkaufs sind entweder der Börsengang des Unternehmens (IPO = Initial Public Offering), bei dem die Aktien breit gestreut und öffentlich handelbar sind, oder der Verkauf an ein Unternehmen (Trade Sale) oder eine andere Private Equity-Firma (Secondary Sale).

Investitionsziele

Obwohl jede Private Equity-Gesellschaft ihre individuelle Anlagestrategie verfolgt, lassen sich grob zwei Zielrichtungen unterscheiden:

Venture Capital (Wachstumsfinanzierung von Unternehmen): Hier wird Unternehmen Kapital zur Verfügung gestellt, um Wachstumshürden zu überwinden und zu expandieren. Dabei können die Firmen sehr jung (Start-up oder Frühphasenfinanzierung) oder bereits etabliert sein (Expansionsfinanzierung). Das bereitgestellte Kapital fließt dabei in die betreffende Gesellschaft, um dort für Investitionen verwendet zu werden. In den neunziger Jahren wurde der Begriff Venture Capital meist mit Internet- und Software-Firmen verbunden, die damals auch einen großen Teil der Venture Capital Investitionen ausgemacht haben. Tatsächlich kann Venture Capital in jeder Wachstumsphase einer Firma und in jeder Industriebranche

²⁶ BVK Statistik und Kreditwesen 1/2006 S. 21 f.

eingesetzt werden. Typische Firmen, die für Venture Capital Firmen interessant sind, sind Technologieunternehmen, die einen Entwicklungsvorsprung haben, und mittelständische gut eingeführte Firmen, die international expandieren oder Produktionsstätten im Ausland aufbauen wollen.²⁷

Buy Out (Kauf eines Unternehmens oder eines Unternehmensteils von den aktuellen Gesellschaftern): Anders als bei der Wachstumsfinanzierung fließt hier das Geld primär nicht in die zu erwerbende Gesellschaft, sondern an die verkaufenden Eigentümer. Beteiligt sich das aktuelle Management der Firma an der Transaktion, so handelt es sich um einen Management Buy Out (MBO); bringt der Investor ein Management mit, so handelt es sich um einen Management Buy In (MBI). Wird weder das alte, noch das neue Management an dem Unternehmen beteiligt, so handelt es sich um einen Leveraged Buy Out (LBO)²⁸. Typische Firmen, die für Buy Out-Firmen interessant sind, sind Unternehmensteile, die nicht mehr zur Kernkompetenz eines Konzerns gehören sowie mittelständische familiengeführte Unternehmen mit Nachfolgeproblemen und Firmen, die in finanziellen Schwierigkeiten oder bereits insolvent sind. Verstärkt in den Fokus rücken zudem Gesellschaften, die sich im Besitz der öffentlichen Hand befinden und privatisiert werden sollen. Ein häufig geäußertes Kritikpunkt von Buy Outs ist sicherlich, dass der Kaufpreis oft dem zu übernehmenden Unternehmen selbst aufgebürdet wird, so dass die Gesellschaft ihren Kaufpreis letztlich selbst aus ihren Gewinnen finanziert. In Abschnitt 3.8 wird das thematisiert.

Organisation

So verschieden die Anlagestrategien der einzelnen PE-Fonds auch sind, bei Aufbau und Organisation gibt es unter ihnen viele Gemeinsamkeiten. Wichtigster Punkt ist das organisatorische und rechtliche Auseinanderfallen zwischen den Investoren eines solchen Fonds und seinen Managern. In Deutschland ansässige Fonds sind fast immer als Kombination aus einer Management GmbH und einer vermögensverwaltenden KG organisiert. Die eigentlichen Investoren, die Kommanditisten oder „Limited Partners“ vertrauen ihr Geld einer Beratungsfirma an, dem Komplementär oder „General Partner“. Dieses Geld wird in einem geschlossenen Fonds der KG für eine vorher festgelegte Zeit (in der Regel sieben bis zehn Jahre) gesammelt und verbindlich angelegt. Der General Partner ist verantwortlich für die Investitions-Strategie, die Auswahl der Firmen und die Abwicklung des Kaufs. Der eigentliche

²⁷ Kommentar eines britischen Private Equity Managers in einem Interview: „Wir kaufen deutsche Firmen, sofern sie ein Werk in China haben oder gerade eins bauen wollen“.

²⁸ Diese Kategorisierung folgt zwar der offiziellen Einteilung der EVCA- und BVK-Statistiken, ist aber nicht trennscharf. Der Begriff „leverage“ (Hebel) beschreibt, dass der Fonds einen Teil der Finanzierung auf Kredit finanziert und so seine Eigenkapitalrendite „hebelt“. Dies ist aber auch bei MBOs und MBIs eine gängige Praxis, somit kann ein MBO oder ein MBI zugleich ein LBO sein. Dennoch wird die Kategorisierung im Text verwendet: Bei einem LBO hat das Management des Unternehmens keine signifikanten Anteile am Unternehmen.

Kauf erfolgt dann durch den Fonds. Beim Verkauf fließen die Erlöse dann ebenfalls dem Fonds zu. Die Management GmbH verdient auf zwei Wegen: Erstens erhält sie jedes Jahr einen Prozentsatz des Fondsvolumens, in der Regel zwischen 1,5 % und 2,5 % auf entweder das investierte oder das zugesagte Kapital. Aus dieser „Management-Fee“ bestreitet die Firma ihre laufenden Kosten für Miete, Gehälter, Reisekosten, aber auch anwaltliche Betreuung. Zweitens ist die Management GmbH am Erfolg beteiligt: Wird ein Unternehmen verkauft, so erhält die Management GmbH eine Gewinnbeteiligung, den so genannten „Carried Interest“. Üblicherweise fordern die Investoren der KG eine jährliche Mindestrendite, die der Fonds erreichen muss (die so genannte Hurdle-Rate). Wird diese Rendite übertroffen, so wird ein Teil der zusätzlichen Gewinne an die Management GmbH ausgeschüttet.

Üblicherweise schüttet der Fonds nach jedem erfolgreichen Unternehmensverkauf (Exit) Gewinn und investiertes Kapital an die Investoren aus. Der Lebenszyklus eines Fonds besteht damit aus zwei Phasen: In der ersten Phase (3-5 Jahre) wird investiert, werden also Firmen gekauft, in der zweiten Phase wird desinvestiert, also verkauft. Nach Ablauf der Fondslaufzeit wird der Fonds aufgelöst. Während der Fondslaufzeit besteht üblicherweise kein Kündigungsrecht für die Investoren, das Kapital (bzw. die Kapitalzusagen) ist (bzw. sind) gebunden.

Die General Partner sind stets bemüht, viele Fonds verschiedener Lebensphasen und Investitionsstrategien gleichzeitig zu verwalten.

Obwohl somit also Firmen wie Blackstone, Permira, APAX oder Advent gar nicht selbst investieren, sondern nur Investoren und Fonds beraten, hat sich eingebürgert, diese als „Private Equity-Firmen“ zu bezeichnen.²⁹ Im Folgenden halten wir uns an diese Konvention.

²⁹ Die Management Gesellschaften firmieren daher oft selbst als „Capital Advisors“ oder „Financial Consultants“, da sie sich selbst als Berater der Investoren verstehen.

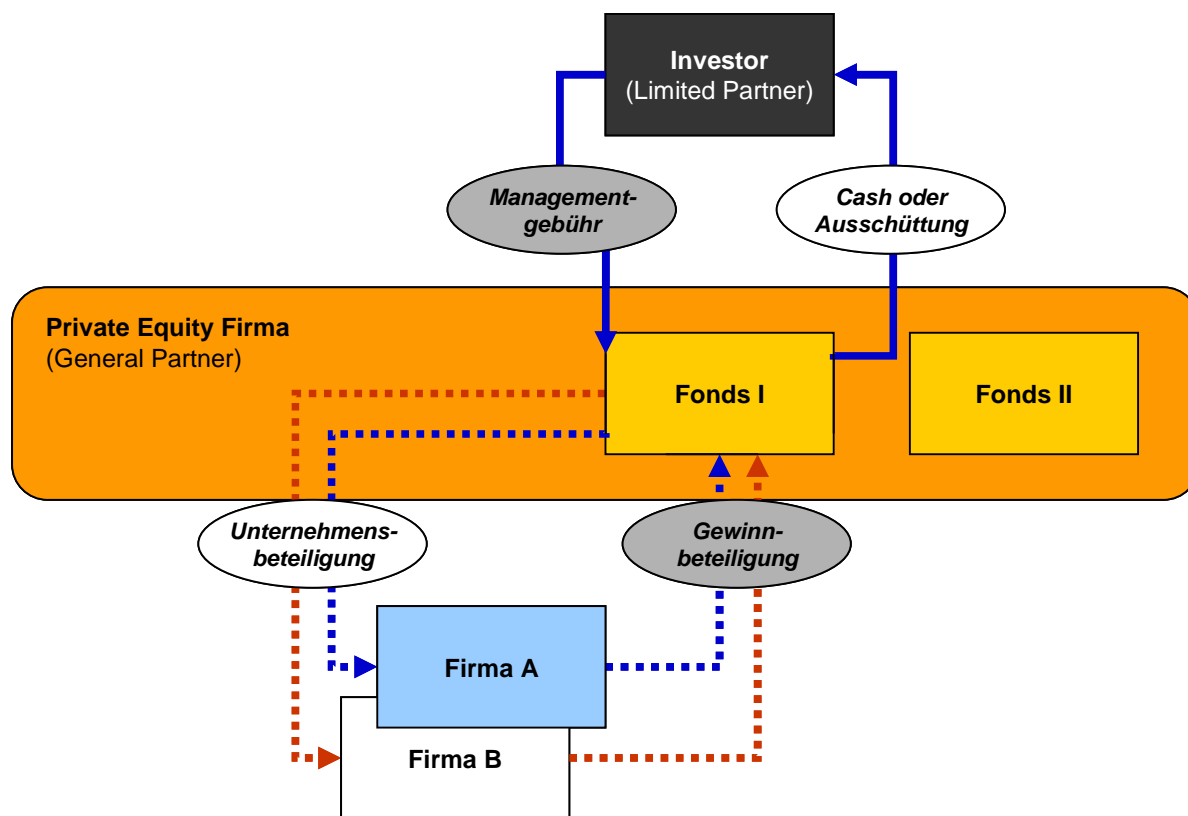


Abbildung 9: Organisation eines Private Equity-Fonds

Eine Ausnahme von diesem Modell sind einige Private Equity-Unternehmen, die börsennotiert sind und aus ihrer eigenen Bilanz investieren. In Deutschland sehr bekannt ist die Beteiligungsfirma WCM. WCM finanzierte sich durch das Geld ihrer Aktionäre.³⁰ Diese Form des „Evergreen-Fund“ ist ein Fonds, der das Geld seiner Aktionäre investiert und die Erlöse reinvestiert oder als Dividende ausschüttet.

Interne Struktur von Private Equity-Firmen: Die Mehrzahl der Private Equity-Firmen sind kleine Einheiten mit wenig Personal. Nur projektbezogen, also beim Kauf oder Verkauf von Firmen wird Expertise (Anwälte, Investmentbanken, Wirtschaftsprüfer, Steuerberater) von außen hinzugezogen. Ein Grund dafür ist, dass die Lohnkosten aus der Management-Fee bezahlt werden, die Projektkosten bei einem Unternehmenskauf aber dem Fonds oder der zu

³⁰ WCM ist seit dem Skandal um CDU-Spendengelder im Zusammenhang mit dem Kauf von Eisenbahnerwohnungen 1998 angeschlagen und durch Attacken von Hedge-Fonds und einige unglückliche Investments geschwächt. In den letzten Jahren spielte WCM keine Rolle bei Unternehmenskäufen in Deutschland.

kaufenden Firma aufgebürdet werden können. Im Durchschnitt beschäftigen die 162 bei der EVCA³¹ registrierten Fondsgesellschaften in Deutschland sieben Investment-Manager.³²

Neben der Verwaltung des Fonds-Kapitals ist die Anwerbung neuer Investoren (Limited Partners) die Hauptaufgabe des Managements. In den letzten 20 Jahren hat sich das Mitarbeiterprofil in den Private Equity-Firmen verändert. In Deutschland hatte das Private Equity-Geschäft lange mit der Nähe zum zweifelhaften „grauen Kapitalmarkt“ zu kämpfen, auch was die Rekrutierung von erstklassigem Personal betraf. Über die Jahre, ausgelöst von den Gewinnmöglichkeiten und der wachsenden Bedeutung der Branche, hat sich das Berufsbild gewandelt. Manager von Private Equity-Firmen können grob in zwei Gruppen unterteilt werden: Erstens ehemalige Investmentbanker aus großen angelsächsischen Häusern und zweitens ehemalige Manager von großen internationalen Unternehmen, die nach dem manchmal vorzeitigen Ende ihrer Karriere auf Grund ihrer Branchenerfahrung und ihres Netzwerks für Private Equity-Firmen interessant sind.³³

Transparenz und Regulierung in Deutschland

Private Equity-Firmen unterliegen in Deutschland keiner besonderen Regulierung,³⁴ sofern der Investorenkreis aus wenigen institutionellen Anlegern besteht. Für Fonds für Privat- und Kleinanleger gelten strengere Regeln. Bis auf wenige Dach-Fonds gibt es allerdings in Deutschland ohnehin kaum Möglichkeiten für Privatanleger, in diese Assetklasse zu investieren. Da die Fonds nicht börsennotiert sind, gibt es auch keine besonderen gesetzlichen Publizitätspflichten. Ansonsten gelten bei Unternehmenskäufen und –verkäufen die Bestimmungen des Wettbewerbsrechts (Zustimmung des Kartellamts ab bestimmten Größenordnungen).

Regulierungen gibt es jedoch in Deutschland für bestimmte Investorengruppen.³⁵

- Pensionskassen können zwar ohne quantitative Begrenzung in Private Equity investieren, müssen aber jede Investition von der zuständigen Aufsichtsbehörde genehmigen lassen.

³¹ EVCA: Dachverband der europäischen Private Equity- und Venture Capital-Firmen.

³² EVCA Yearbook 2004, S. 144, inklusive Dach-Fonds und Limited Partners.

³³ So wechselten in Deutschland Middelhoff von Bertelmann zu Investcorp, Esser von Mannesmann zu General Atlantic Partners, und Ron Sommer berät russische Investoren. In den USA wechselten die ehemaligen Vorstandsvorsitzenden von Firmen wie IBM oder GE (General Electric) zu Private Equity-Firmen.

³⁴ Die einzigen auf PE-Firmen zugeschnittenen Gesetze und Verordnungen vom 16.01.2003 und vom Juli 2004 regeln die Besteuerung des Carried Interest und die steuerliche Frage, ob PE-Fonds eine gewerbliche Tätigkeit oder Vermögensverwaltungen sind. Siehe hierzu Rodin, Andreas (2004): „Germany plays Catch-Up“ in: Private Equity International (Issue 4) S. 28.

³⁵ EVCA Tax and Legal Papers 2004, S. 24.

- Versicherungen dürfen nur einen bestimmten Prozentsatz ihres Deckungsstocks für Private Equity-Investitionen verwenden (zurzeit etwa 5 % für alle alternativen Assets).

Die fehlende Transparenz von Private Equity und die lange Bindung des Kapitals sind der Grund für die deutschen Aufsichtsregeln für Private Equity-Investoren. Die strengen Veröffentlichungspflichten von börsennotierten Investmentfonds gelten nicht. Zudem sind viele Fonds, ähnlich den Hedge-Fonds, in Steueroasen registriert, also der Kontrolle umfänglich entzogen. Für Außenstehende ist es zwar kein Problem, eine Liste der Investitionen eines Fonds einzusehen, aber Rahmendaten zum Erfolg und der Rendite des Fonds und seiner Einzelinvestments sind nicht öffentlich erhältlich. Der Investor in einen Fonds hat somit immer weniger Informationen als der Manager dieses Fonds. Zudem sind die einmal getroffenen Kapitalzusagen eines Investors bindend, so dass er vor Ablauf der Laufzeit eines Fonds-Investments kein Anrecht auf Rückgabe seiner Fondsanteile hat.³⁶ Da es keine Börse für solche Fondsanteile gibt, ist seine Anlage nicht nur risikoreich, sondern auch illiquide.

Keine Transparenz bei deutschen Investoren in Private Equity-Fonds: Es gibt nur eingeschränkte Veröffentlichungspflichten für die Investoren in solche Private Equity-Fonds. Das ist bedenklich, wenn diese Investoren wiederum Gelder anderer Leute, zum Beispiel Betriebsrenten oder Lebensversicherungen, verwalten und anlegen sollen. Wie viel die einzelne Versicherung in einen bestimmten Fonds investiert hat und wie hoch die Rendite ist, ist meist ein Geheimnis und nur über Umwege herauszufinden.³⁷

Auch die Öffentliche Hand schweigt zu ihren Private Equity-Investitionen: Eine vollständige Übersicht der Fondsbeteiligungen finden sich zwar beim Europäischen Investitionsfonds (EIF)³⁸, verzichtet aber auf den Ausweis der jeweilig investierten Summen. Die deutsche KfW weist ihre Investitionsziele und -summen gar nicht aus und ist auch auf Nachfrage nicht zu einer Veröffentlichung bereit.

³⁶ Tatsächlich entwickelt sich in letzter Zeit gerade bei Venture Capital-Fonds die Neigung von Investoren, mittels Sonderkündigungsrechten Fondseinlagen zurück zu bekommen. Da viele das Vertrauen in Internet-Firmen verloren haben, die entsprechenden Fonds aber teilweise langfristig aufgesetzt sind, wollen einige Banken und Versicherungen als Schadensbegrenzung das noch vorhandene Geld zurück oder ihr Kapitalzusagen nicht erfüllen.

³⁷ Im Jahr 2004 sickerte beim Gerling-Konzern durch, dass neben den bekannten Problemen auch noch ausstehende Kapitalzusagen für Private Equity-Fonds im dreistelligen Millionenbereich die Liquidität so stark belasteten, dass eine Insolvenz drohte. Die Süddeutsche Zeitung berichtete als eines der wenigen Medien (allerdings nur kurz) über diese Entwicklung.

³⁸ <http://www.eif.org/venture/vinter/>

3.2. Anzahl und regionale Verteilung von PE-Gesellschaften in Deutschland und Europa

Private Equity und Venture Capital haben ihre Wurzeln in den USA. Auch sind viele der heute in Deutschland und Europa ansässigen Firmen Tochterunternehmen von amerikanischen Firmen. Der Markt für Private Equity ist in den USA gemessen am Anteil des Bruttoinlandsprodukts auch um ein Vielfaches größer³⁹ und weiter entwickelt. Nur sind wenige Private Equity-Unternehmen aus den USA heraus in Europa und Deutschland tätig. Vielmehr ist der deutsche und europäische Private Equity-Markt relativ unabhängig vom amerikanischen Markt: Die Manager der europäischen Firmen sind überwiegend Europäer, da lokales Wissen und Erfahrung gefragt sind. Die Investoren, die in Europa in Private Equity investieren, sind ebenfalls in der Mehrheit europäisch, in Deutschland sogar überwiegend direkt aus Deutschland (s. u.). So ist die gesamte Industrie zwar von ihrer Kultur her amerikanisch, die handelnden Personen und das bereitgestellte Kapital sind jeweils national geprägt.⁴⁰ Daher soll im Weiteren der Schwerpunkt dieser Studie auf dem deutschen und europäischen Markt liegen.

In Deutschland sind laut BVK 176 Beteiligungsgesellschaften aktiv. Die EVCA zählte 2004 insgesamt 162 in Deutschland aktive Fondsgesellschaften, von denen 60 eigene Büros in Deutschland haben.⁴¹ Insgesamt arbeiten 1.104 Investment-Manager in Deutschland. Die regionalen Zentren sind München (32) und Frankfurt (28), ebenfalls stark vertreten ist London (30). Das unterstreicht die herausragende Rolle Londons als Finanzplatz in Europa. Die dort ansässigen 30 Fonds sind nicht exklusiv in Deutschland aktiv, aber eben für Deutschland verantwortlich. Das gleiche Bild zeichnet sich für andere europäische Länder: Auch in Italien und Benelux wird der Private Equity-Markt weitgehend von London aus organisiert. Auch die meisten an Transaktionen beteiligten Berater (vor allem Investmentbanken) der Private Equity-Firmen werden direkt aus London engagiert. Zudem sind die großen PE-Firmen in Deutschland ohnehin fast alle Niederlassungen englischer Firmen.

Mehr als die Hälfte aller in Deutschland investierenden Fonds sind in diesen drei Städten ansässig. Der Rest verteilt sich auf die übrigen deutschen Ballungszentren. Kein einziger internationaler Fonds hat seinen Sitz in den neuen Bundesländern.⁴² Größer ist die

³⁹ www.ventureexpert.com

⁴⁰ Das ist eine klare Tendenz innerhalb dieser Industrie. Auch in Asien sind die investierenden Fonds und die Kapitalgeber eher asiatisch (vor allem japanisch).

⁴¹ Siehe Evca Yearbook 2004.

⁴² Die Standortwahl ist laut mehreren Interviews selten das Ergebnis lokaler Politik, sondern individuellen Vorlieben geschuldet.

Konzentration sogar noch beim verwalteten Fonds-Kapital: Fast 80 % der insgesamt 20 Mrd. EUR investierten Fondskapital werden in diesen Städten kontrolliert.⁴³

Die während der Zeit der New Economy entstandenen Zentren in Berlin und Hamburg spielen inzwischen eine weitaus geringere Rolle, sieht man von Blackstone in Hamburg sowie den Berliner Firmen Odewald & Cie, bmp AG und CMP in Berlin ab.

3.3. Volumen und ökonomische Bedeutung von Private Equity in Deutschland

Bei der Betrachtung der Größe der Private Equity-Industrie in Deutschland sind folgende Kriterien zu betrachten:

1. Wie viel Kapital steht PE-Firmen in Deutschland für Investitionen für die nächsten Jahre zur Verfügung?
2. Wie viel frisches Kapital haben sie im abgelaufenen Jahr zusätzlich für deutsche Investitionen einwerben können?
3. Wie viel Kapital haben PE-Firmen zurzeit insgesamt in Deutschland investiert?
4. Wie viel Kapital haben PE-Firmen in Deutschland im abgelaufenen Jahr investiert?
5. Wie hoch waren die laufenden Investitionen bezogen auf das deutsche Bruttoinlandsprodukt des jeweiligen Jahres?
6. Wie viele deutsche Firmen werden von Private Equity-Fonds finanziert und kontrolliert?
7. Wie viele Arbeitsplätze bieten diese deutschen Firmen weltweit?
8. Wie groß ist der Umsatz sämtlicher dieser deutschen Firmen?

Wir haben die aktuellen Zahlen mit dem Vorjahr verglichen, um einen Eindruck für die augenblickliche Wachstumsdynamik zu vermitteln. Daneben haben wir die Zahlen von 1994 gestellt, dem ersten Jahrgang, für den detaillierte Daten vorhanden sind. 1994 liegt zudem weit genug vor den Auswüchsen der New Economy ab 1996, die hinsichtlich Volumen und Branchenspezialisierung kaum repräsentativ sind. Die wichtigsten Kennzahlen sind in der folgenden Tabelle dargestellt.^{44,45,46}

⁴³ Nicht berücksichtigt sind die über 100 Mrd. EUR Kapital, das in London auch für deutsche Investments bereitliegt. Da dies aber paneuropäische Fonds sind, können sie nur teilweise Deutschland zugerechnet werden.

⁴⁴ Es sei darauf hingewiesen, dass alle statistischen Daten der EVCA und des BVK auf eigenen Aussagen der Fonds beruhen. Regelmäßig müssen die Fonds dazu Fragebögen ausfüllen. Allerdings wird das gewissenhaft und

Deutschland	2004	2003	1994
1. Kapital, das in Deutschland zur Verfügung steht	45 Mrd. €	39 Mrd. €	3,9 Mrd. €
2. Davon neu eingeworbenes Fonds-Kapital	2,0 Mrd. €	6,4 Mrd. €	0,25 Mrd. €
3. Gesamtes investiertes Kapital in Deutschland	20 Mrd. €	17,8 Mrd. €	2,7 Mrd. €
4. Investiertes Kapital im laufenden Jahr	3,8 Mrd. €	2,48 Mrd. €	0,53 Mrd. €
5. Investiertes Kapital im laufenden Jahr als Prozentsatz vom Bruttoinlandsprodukt	0,18%	0,12%	0,02%
6. Anzahl Firmen, die von Private Equity-Firmen kontrolliert werden	5.563	5.497	2.750
7. Zahl der weltweiten Arbeitsplätze in deutschen Firmen, die von Private Equity-Firmen kontrolliert werden	638.000	396.000	314.000
8. Umsatz von deutschen Firmen, die von Private Equity-Firmen kontrolliert werden	114 Mrd. €	94 Mrd. €	44 Mrd. €

Abbildung 10: Kennzahlen-Überblick Private Equity-Branche Deutschland

Die Zahlen belegen, dass der Einfluss von Private Equity auf die deutsche Wirtschaft zunimmt. Das insgesamt investierte Kapital für in Deutschland ansässige Firmen ist in den letzten Jahren kontinuierlich gestiegen und beträgt inzwischen 20 Mrd. EUR (Zeile 3 in Tabelle 10). Alleine in 2004 wurden 3,8 Mrd. EUR (Zeile 4 in Tabelle 10) investiert. Vergleicht man die Zahlen mit den Anfängen der PE-Industrie vor zehn Jahren, so haben sich die Investitionen in etwa verzehnfacht. Auch der Anteil von Private Equity-Investitionen, bezogen auf das Bruttoinlandsprodukt hat sich etwa verzehnfacht. In absoluten Zahlen zeigt sich aber, dass Private Equity heute bestenfalls eine Nebenrolle spielt. Umsatz und Beschäftigung aller Portfolio-Firmen zusammen genommen entsprechen in etwa der Größe des Siemens-Konzerns. Die große Zahl von Portfoliofirmen zeigt, dass PE eine Finanzierung des Mittelstands ist. Aber auch Folgendes zeigt sich:

- Eine Verzehnfachung des eingesetzten Kapitals in den letzten zehn Jahren hat nur eine Verdoppelung der Portfolio-Unternehmen bewirkt. Folgende Gründe sind dafür z. B. anzuführen: Die Investoren investieren vermehrt in größere Portfolio-Unternehmen,

vollständig bei den uns bekannten Fonds gemacht. Dennoch ist der Hang zur Übertreibung ausgeprägt, was die Werthaltigkeit der eigenen Beteiligungen, deren Umsätze und beschäftigten Arbeitnehmer betreffen.

⁴⁵ Unter den 45 Mrd. EUR zur Verfügung stehenden Kapitals in Deutschland per 2004 finden sich 28 Mrd. EUR für paneuropäische Fonds.

⁴⁶ Unter den 6,4 Mrd. EUR neu eingeworbenen Kapitals 2003 finden sich allerdings 5,1 Mrd. EUR für einen einzigen paneuropäischen Fonds, der als Sondereffekt gelten muss.

vor allem in Buy Outs, so dass sich mehr Kapital auf weniger Firmen verteilt.⁴⁷ Eine andere Erklärung kann sein, dass die Kaufpreise für die Unternehmen gestiegen sind.

- Während sich das investierte Kapital verzehnfacht hat, haben sich die damit erworbenen Umsätze nur verdreifacht. Konkret: Vor zehn Jahren konnten Private Equity-Firmen für 2,7 Mrd. EUR Umsätze von 44 Mrd. einkaufen. Heute mussten sie für Umsätze von 114 Mrd. etwa 20 Mrd. bezahlen.
- Auch die Zahl der Arbeitsplätze, die von Private Equity-Firmen kontrolliert werden, hat sich langsamer entwickelt, ebenfalls eine knappe Verdoppelung in zehn Jahren. Auch hier sind mehrere Gründe denkbar: Gestiegene Preise für Firmenkäufe, Investitionen in weniger arbeitsintensive Branchen oder starker Arbeitsplatzabbau bei den Portfoliofirmen. Die Zahlen der Beschäftigten beziehen sich auf die weltweit Beschäftigten, so dass die Zahlen kein Indiz sind, dass Arbeitsplätze aus Deutschland exportiert worden sind.

Wirkung auf die betroffenen Firmen

Auch abseits der im Jahr 2005 geäußerten Vorwürfe gegen Private Equity-Firmen besteht der Verdacht, dass die streng auf Profitabilität ausgerichteten Investoren in den Firmen mehr Schaden als Nutzen anrichten. An Hand von Beispielen soll dies in Abschnitt 3.9 ausgeführt werden. Großflächig wissenschaftlich untersucht wurde dies unlängst in zwei Studien, die von der Unternehmensberatung PriceWaterhouseCoopers durchgeführt wurden.⁴⁸ Da die EVCA an diesen Studien ebenfalls beteiligt war, kann eine gewisse Parteilichkeit nicht ausgeschlossen werden.⁴⁹ Die erste Studie beruht auf 300 Befragungen von Führungskräften⁵⁰ in europäischen Firmen, die im Rahmen eines Buy Outs mit Private Equity finanziert wurden. Die Haupteckdaten der Studie sind:

- 84 % der Firmen sagen aus, dass sie ohne den Investor langsamer gewachsen wären oder heute nicht mehr existieren würden;
- 60 % der Firmen berichten, dass sie mehr Arbeitsplätze haben als vor dem Buy Out und dass die individuellen Gehälter gestiegen sind;

⁴⁷ Die BVK- und EVCA-Statistiken belegen dies: 1994 flossen etwa 20 % des Kapitals der BVK-Mitglieder in Buy Outs. Im Jahr 2004 waren es fast 50 %. Zudem waren 1994 längst nicht alle großen internationalen Fonds Mitglied der BVK oder EVCA, wurden also von den Statistiken nicht erfasst.

⁴⁸ http://www.evca.com/images/attachments/tmpl_9_art_11_att_334.pdf

⁴⁹ Zu ähnlichen Ergebnissen, aber weniger detailliert, kommt die Studie der Zeitschrift Finance mit dem F.A.Z. Institut: Economic Impact of Private Equity in Germany (2004).

⁵⁰ Es ist nicht klar, ob auch Arbeitnehmervertreter befragt wurden.

- durchschnittlich um 47 % stieg die Zahl der Belegschaft in allen betrachteten Firmen;
- 61 % der Firmen berichten von steigenden Umsätzen;
- die Mehrheit berichtet zudem von verstärkten Investitionen in Forschung und Entwicklung und Mitarbeiter-Training.

In der zweiten Studie⁵¹ wurden Firmen untersucht, die Venture Capital zu Expansionsfinanzierung genutzt hatten. Die Ergebnisse sind ähnlich:

- 94 % der Firmen berichten, dass sie ohne den Investor langsamer gewachsen oder nicht entstanden wären;
- 60 % sagen aus, dass sie ohne Venture Capital heute nicht mehr existieren würden;
- Im Durchschnitt wurden pro Firma 46 neue Arbeitsplätze durch das Venture Capital geschaffen.

Im Fall Venture Capital, insbesondere Frühphasenfinanzierung, überrascht es nicht, dass durch das Kapital Arbeitsplätze geschaffen werden. Schließlich fließt ja vom Investor Kapital in das Unternehmen für die nächsten Wachstumsschritte. Bei Buy Outs, wo das Kapital den Verkäufern und nicht der Firma zu Gute kommt, ist das Ergebnis nicht zwangsläufig zu erwarten. Offensichtlich waren die Firmen vor dem Verkauf oft in schlechtem Zustand oder vom Eigentümer vernachlässigt, so dass nur mit dem Investor die notwendigen Restrukturierungen und Investitionen möglich waren.

3.4. Gründe für den steigenden Einfluss von Private Equity in Deutschland

Aus der Sicht deutscher Unternehmen ist zu fragen: Warum hat in jüngster Zeit Private Equity als Finanzierungsinstrument an Bedeutung gewonnen:

- **Ende der engen Hausbankbeziehung:** Mittelständische Unternehmen waren bis in die Neunziger Jahre traditionell über eine Hausbank oder wenige Hausbankbeziehungen finanziert. Diese boten die notwendigen Fremdkapitalfinanzierungen an. Zudem waren die Banken damals auch fast die einzigen Institutionen, die eine Eigenkapitalfinanzierung durch ihre Beteiligungsgesellschaften anbieten konnten. Die Konsolidierung im Bankensektor und die gestiegenen Anforderungen an die Kreditvergabe seit Basel II haben den

⁵¹ http://www.evca.com/images/attachments/tmpl_9_art_37_att_333.pdf

Kreditzugang für den Mittelstand erschwert.⁵² Die bisherigen Eigenkapitalquoten sind vielfach zu niedrig, um weitere Expansionsschritte mit Fremdkapital zu finanzieren. Moderne Fremdkapitalformen werden von deutschen Banken in der Fläche kaum angeboten. Zudem sind gerade im Bereich Unternehmensgründung und neue Technologien Banken grundsätzlich nicht in der Lage, das Risiko einer Finanzierung zu tragen.

- **Konzentration auf Kernkompetenzen:** Auch wenn Diversifikation das Risiko senkt, so sind die Investoren großer Konzerne heute selten bereit, in Unternehmen mit offensichtlich unrentablen Bereichen zu investieren. Die Unternehmen werden dazu gedrängt, entweder solche Bereiche zu sanieren oder zu verkaufen.
- **Steuerliche Begünstigung:** Zur Entflechtung der Deutschland AG beschloss der Gesetzgeber Ende 1999, die Veräußerung von Kapitalgesellschaften für Unternehmen steuerfrei zu stellen.⁵³ Es bestand die Hoffnung, dass Unternehmen sich von ihren zahlreichen, oft nur historisch erklärbaren Beteiligungen trennen würden. Dies geschieht nun, und PE-Fonds gehören zu den Käufern.
- **Unternehmerische Freiheit ohne Unternehmer:** Der Einfluss auf die Geschäfte durch externe Investoren kann positive Seiten haben. Gerade bei Familienbetrieben sind die Erben an der Geschäftsführung oft nicht interessiert oder damit überfordert.⁵⁴ Der unternehmerische Beitrag eines externen, ggf. international geprägten Managements kann das Portfolio-Unternehmen in die richtige Richtung führen.

Die Probleme einer Private Equity-Finanzierung für die Unternehmen sind:

- **Hohe Kosten:** Privat Equity ist Eigenkapital. Anders als Fremdkapital (Kredit oder Anleihe), für das ein fester Zins zu zahlen ist, verlangt der Eigenkapitalgeber einen Anteil am Gewinn gemäß seiner prozentualen Beteiligung. Die Rendite auf das eingesetzte Kapital muss dabei deutlich über dem Zinssatz für Fremdkapital liegen.

⁵² Dieser „Credit Crunch“ wird sich durch die EU Regelungen bezogen auf den öffentlich-rechtlichen Bankensektor noch verschärfen.

⁵³ Die Private Equity-Branche war aus zwei Gründen begeistert: Zum einen erwartete man ein steigendes Angebot von Firmen, die zum Kauf stünden. Zum anderen wurden „versehentlich“ auch die Geschäfte der PE-Fonds über Nacht steuerfrei. Denn auch sie verkaufen ja bei ihren Exits Kapitalgesellschaften. Dieses Schlupfloch ist aber inzwischen gestopft.

⁵⁴ Ein Fall war die drohende Insolvenz eines Anlagebauers im Jahr 2003, die auf Grund der unklaren Unternehmensnachfolge entstanden war. Der Einstieg eines Private Equity-Fonds half dem Unternehmen, da externes Know-How in die Firma kam.

- **Möglicherweise steigende Verschuldung:** Private Equity-Firmen finanzieren einen Großteil des Kaufpreises bei einem Buy Out durch Kreditaufnahme (Leverage). Letztendlich müssen die dafür anfallenden Zinsen aus dem Cash Flow des Unternehmens bezahlt werden. Dem Unternehmen kann so Kapital für Investitionen fehlen bzw. entzogen werden.
- **Verlust unternehmerischer Freiheit:** Private Equity beinhaltet fast immer unternehmerischen Einfluss des Kapitalgebers: Wenn Private Equity-Firmen sagen, sie würden „mehr als Geld“ geben oder „helfen, Mehrwert zu schaffen“, so bedeutet das auch, dass wichtige Geschäftsentscheidungen in Absprache mit dem Finanzinvestor getroffen werden müssen. Die Investoren verlangen üblicherweise Sitz in Aufsichtsgremien. Zudem werden alle Managementpositionen im Vorfeld untersucht, und es wird ggf. im Interesse des Investors Verstärkung von Außen geholt.⁵⁵
- **Harte Konditionen:** Neben dem unternehmerischen Einfluss sind die geschlossenen Beteiligungsverträge zwischen dem Private Equity-Fonds und den restlichen Gesellschaftern des Unternehmens ein kritischer Punkt: Da der Sinn von Private Equity die *Beteiligung auf Zeit* ist, versucht der Beteiligungsvertrag stets auch, den zukünftigen Verkauf oder Exit schon vertraglich abzubilden. Dies geschieht durch Klauseln, die die anderen Mitgesellschafter verpflichten, ihre Anteile ebenfalls zu verkaufen, wenn der PE-Investor verkaufen möchte („Drag along“) oder dass jeder Mitgesellschafter nur dann seine Anteile verkaufen darf, wenn auch der PE-Investor zum Zug kommt („Take along“). Vom etwaigen Verkaufserlös wird zudem oft zuerst der PE-Investor bedient wird, bevor die anderen Gesellschafter zum Zuge kommen („Preferred liquidation“)⁵⁶. Gerade in Unternehmen, in denen eine Familie die unternehmerische Führung inne hat, stoßen solche Klauseln auf Widerstand.

Aus Sicht der Fonds ergeben sich folgende Gründe für ein PE-Engagement:

Auch angesichts der beständig schlechten Nachrichten aus deutschen Unternehmen ist es überraschend, warum Investoren in ein Land überhaupt investieren, das in der öffentlichen Wahrnehmung durch hohe Steuern, Bürokratie, kurze Arbeitszeiten, viele Feiertage, starke Gewerkschaften und fehlenden Wettbewerb gekennzeichnet ist,. Noch mehr überrascht, dass

⁵⁵ Oft wird der Leiter Finanzen oder der Finanzvorstand von der PE-Firma benannt.

⁵⁶ Die „preferred liquidation“ ist vor allem beim Venture Capital ein Schutz gegen Wertverlust beim Verkauf des Unternehmens. Sie besagt, dass der Investor beim Verkauf von den Erlösen zuerst mindestens sein investiertes Kapital (plus einer Mindestverzinsung) zurückerhält, bevor die anderen Gesellschafter Ausschüttungen erhalten.

fast alle Buy Out-Fonds darüber klagen, dass es zu wenige Deals gibt. Sobald eine Firma zum Verkauf steht, bemühen sich alle großen Fonds um Kaufgespräche, so dass viele Firmen inzwischen im Rahmen einer Auktion an den Meistbietenden verkauft werden.⁵⁷

- **Entflechtung der Deutschland AG:** Die Steuerfreiheit von Veräußerungsgewinnen führt zu einem steigenden Angebot von Firmen für PE-Fonds. Darunter sind viele Firmen, die im Anlage- und Maschinenbau Weltmarkt- und Technologieführer sind.
- **Internationalisierung und europäische Konsolidierung:** Deutsche Firmen expandieren ins Ausland. Zum einen, um dort näher an ihren Märkten zu sein, zum anderen, um in Niedriglohn-Ländern Produktionsstätten aufzubauen, die in Deutschland nicht mehr rentabel sind. Da immer weniger Banken solche Aktivitäten finanzieren, bieten sich PE-Fonds als Kapitalgeber an. Neben der Internationalisierung kommt die europäische Integration hinzu: Der gemeinsame Binnenmarkt führt in vielen Branchen zu einem Druck auf kleine und mittlere Firmen, möglichst eine kritische Masse in Bezug auf Umsatzgröße und europäischen Marktzugang zu erreichen. Eine derzeit verbreitete Variante der so genannten „Buy and build“-Strategien von Private Equity-Fonds besteht darin, auf einem bestimmten Markt mehrere national tätige Unternehmen zu kaufen und zu einem europäischen Konzern zusammenzufassen.
- **Stille Reserven:** Das deutsche Rechnungswesen stand stets in der Tradition des Gläubigerschutzes. Damit wurden Werte im Unternehmen systematisch zu niedrig in der Bilanz ausgewiesen. Hier setzen PE-Fonds an, die versuchen, solche stillen Reserven durch den Verkauf einzelner Vermögensgegenstände zu realisieren.
- **Privatisierung:** In dem Maße, in dem sich der Staat als Akteur aus der Wirtschaft zurückzieht und seinen Haushalt konsolidieren muss, eröffnen sich Chancen, Firmen aus staatlichem Besitz zu restrukturieren. Dabei sind neben Immobilien-Besitz vor allem Firmen im Bereich der öffentlichen Infrastruktur, teilweise mit natürlichen Monopolstrukturen, von Interesse (Recycling und Entsorgung, Krankenhäuser, Flughafengesellschaften etc.).
- **Firmen in Schwierigkeiten:** Das neue Insolvenzrecht, das der Sanierung gegenüber der Zerschlagung Vorrang einräumt, und der gewachsene Wettbewerb unter den Banken haben hier das Feld für die so genannten „Geierfonds“ bereitet. Früher wurden Insolvenzen von Firmen oft korporatistisch zwischen den Gläubigerbanken verhandelt

⁵⁷ Man kann nicht ausschließen, dass es inzwischen in Deutschland ein Überangebot an Private Equity-Kapital in manchen Bereichen (vor allem Buy Out-Kapital) gibt. Die steigenden Preise für Firmen werden von Fonds hier als Problem angesehen.

und verhindert. Alle Gläubiger setzten sich an einen Tisch, beauftragten eine Beratungsfirma mit einem Sanierungskonzept und einigten sich, wie alle gemeinsam auf ihr Geld verzichten. Heutzutage sind diese Gemeinschaften weniger stabil. Private Equity-Fonds versuchen in einem solchen Fall, einem Gläubiger Teile der Schulden abzukaufen und das Bankenkonsortium so aufzubrechen. Der Fonds treibt dann als Gläubiger die Sanierung an und tauscht seine Forderungen in Aktien, so dass er am Ende Haupteigentümer der Firma ist.

- **Exits möglich:** Erst die wachsende Bedeutung der Börse und der vereinfachte elektronische Zugang zum Aktienhandel für eine breite Schicht der Bevölkerung erlaubte es den Fonds, Firmen in Deutschland mit hohen Gewinnspannen zu verkaufen. Auch wenn zwischendurch der Exitkanal Börse eingetrocknet war, haben sich die Kapitalmärkte in Deutschland in den letzten Jahren stark entwickelt.

3.5. Die Investoren von Private Equity-Fonds in Deutschland

Da Private Equity-Firmen Kapital von Anlegern verwalten, soll nun die Herkunft der Anleger von Private Equity-Fonds in Deutschland gezeigt werden. Dabei fällt auf, dass die meisten Anleger aus Deutschland kommen und der deutsche Staat einer der größten Investoren in Private Equity-Fonds ist.

Investoren: Wie oben bereits dargelegt, sind Private Equity-Firmen die Verwalter des Geldes Dritter. Das sind in der Regel keine Kleinanleger, sondern große institutionelle Investoren und einige wenige vermögende Privatanleger. In den letzten zehn Jahren hat sich die Zusammensetzung dieser Investoren verschoben, ein Ende dieser Entwicklung ist nicht absehbar: 1994 wurden 60 % des Kapitals von Banken bereitgestellt, gefolgt von Versicherungen (11 %) und der Industrie (9 %). Der Staat hatte mit 5 % einen geringen Anteil. Im Jahr 2004 hat sich die Zusammensetzung verändert: Versicherungen (30,5 %) und der deutsche Staat (16,4 %) sind neben den Banken (19,5 %) die Hauptinvestoren. Ein kleiner Teil wird vom Kapitalmarkt getragen (3,6 %). Dies sind die wenigen Publikumsfonds, die direkt investieren. Ein Teil (5,5 %) sind die thesaurierten Gewinne der Unternehmen selbst.

Die Rolle des deutschen Staates : Die Bedeutung des Staates ist im Vergleich zum Vorjahr (24 %) laut BVK⁵⁸ schon deutlich gesunken. Die staatliche Eigenkapitalfinanzierung wird in Deutschland von Institutionen wie der KfW-Gruppe durchgeführt, die in Private Equity-Fonds oder direkt in Unternehmen investiert. Zudem sind die Landesbanken als Investoren in Private Equity-Fonds engagiert. Das Ergebnis, dass einer der wichtigsten Private Equity-Investoren in

⁵⁸ Während sonst EVCA- und BVK-Zahlen fast immer identisch sind, weichen sie bei der Herkunft der Investoren voneinander ab. Auf der Jahrestagung der EVCA war es nicht möglich, die Unterschiede zu klären. Wir halten uns bis dahin an die Zahlen des BVK, da die Mitgliederbasis größer ist.

Deutschland der Staat ist, ist für ausländische Betrachter häufig unverständlich. Die Gründe für das Engagement des Staates sind vielfältig.

Zum einen ist ein Teil des Bankwesens in Deutschland durch staatliche Organisationen geprägt. So sind Institutionen wie die WestLB und die BayernLB international tätige Banken, die auch in Private Equity investieren. Die deutschen Sparkassen übernehmen Frühphasenfinanzierungen. Das gleiche gilt für den Versicherungsmarkt. Institutionen wie die Provinzial-Versicherung investieren in alle Assetklassen, also auch Private Equity.

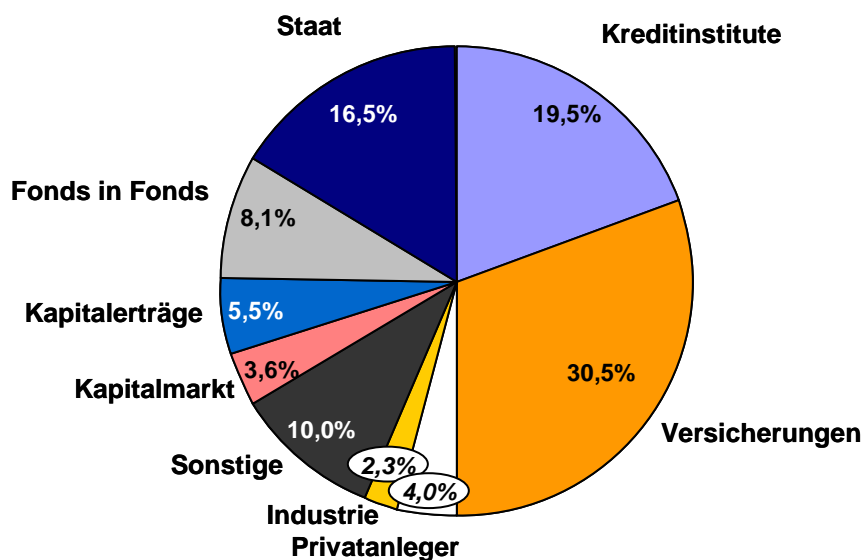


Abbildung 11: Private Equity-Investoren in Deutschland

Zweitens besteht der politische Wille der Kommunen, Landes- und Bundesregierungen sowie der EU zur Wirtschaftsförderung und zur Innovationsfinanzierung. Seien es Technologiezentren in München, Medienstandorte in Nordrhein-Westfalen oder erneuerbare Energien in ganz Deutschland, fast überall gibt es öffentliche Mittel, die der Eigenkapitalstärkung dienen. Neben den direkten Investitionen aber haben sich öffentliche Institutionen zu den wichtigsten Investoren in Venture Capital-Fonds entwickelt. An fast allen großen paneuropäischen Fonds ist der Europäische Investitionsfonds (EIF⁵⁹) mit Sitz in Luxemburg beteiligt. Der EIF ist klar auf Innovations- und Technologiefinanzierung fokussiert und nicht in den Buy Out-Fonds der großen Gesellschaften investiert. Das gleiche gilt für die KfW-Gruppe, die sowohl direkt, als auch in Fonds investiert. Wirtschaftlich bedenklich war die KfW-Politik in den Hochzeiten der New Economy, da die KfW durch Haftungsübernahmen den Investoren fast das gesamte Risiko abnahm. So konnten Venture Capital-Investoren nahezu

⁵⁹ www.eif.org

unbegrenzt hohe Risiken eingehen, da im Insolvenzfall der Beteiligungsunternehmen die KfW auf die Rückzahlung ihrer Fonds-Einlagen verzichtete. Gedacht als Anshub für die deutsche Venture Capital-Industrie führten die Haftungsfreistellungen auf Seiten der Venture Capital Fonds zu einem sehr sorglosen Umgang mit dem Kapital.⁶⁰ Inzwischen hat die KfW ihre Investitions-Programme angepasst, insbesondere die Haftungsfreistellungsregeln wurden geändert, aber der Staat bleibt ein wichtiger Marktteilnehmer.

Die Herkunft der Investoren: Hier zeigt sich, dass Private Equity in Deutschland eine europäische, wenn nicht eine deutsche Veranstaltung ist:

	<u>2004</u>	<u>2003</u>	<u>2000</u>	<u>1994</u>
Deutschland	80,7 %	17,9%	80,0 %	70,0 %
Europa	6,9 %	41,2 %	10,1 %	15,2 %
Rest der Welt	12,4 %	40,9 %	9,9 %	14,8 %

Quelle: BVK

Abbildung 12: Herkunft des bereitgestellten Kapitals für in Deutschland investierende Private Equity-Fonds

Allerdings schwanken die Werte deutlich, weswegen wir mit dem Jahr 2000 einen weiteren Datensatz in die Tabelle aufgenommen haben. 2003 wurde ein großer paneuropäischer Fonds aufgelegt und international platziert. Daher sank der relative Anteil der deutschen Investoren. In den Jahren davor liegt der Anteil deutscher Investoren stabil bei über zwei Dritteln. Es ist damit nicht feststellbar, dass Private Equity-Firmen den Ausverkauf deutscher Firmen an ausländische Investoren betreiben. Zwar ist richtig, dass die meisten Private Equity-Fonds von britischen Firmen verwaltet werden. Das für deutsche Investments bereitgestellte *Kapital* stammt aber in der Summe überwiegend aus Deutschland selbst.

Eine Einschränkung muss allerdings gemacht werden: Es kann keine Aussage getroffen werden, ob das für alle Bereiche der PE-Industrie gilt. So ist zu vermuten, dass ausländisches Kapital eher in solchen Fonds angelegt ist, die große Buy Out-Transaktionen durchführen, während deutsche Investoren (wie KfW, Sparkassen, regionale Beteiligungsfonds) eher Frühphasen- und Expansionsfinanzierungen in der Fläche finanzieren. Für diese Vermutung liegen jedoch bislang keine validen Daten vor.⁶¹

⁶⁰ Österreich hat etwas später eine ähnliche Politik übernommen, die allerdings nach kurzer Zeit eingestellt wurde. Der Geschäftsführer des größten Fonds in Österreich sagte schon 2002: „Risikokapital ohne Risiko, das gibt es nur in Österreich und Deutschland“.

⁶¹ Siehe die Studie von SCM Research in Absolut Report Nr. 22 2004 www.absolut-report.de: Hier wird der Anteil amerikanischer Investoren im europäischen Buy Out-Segment auf etwa 50 % geschätzt.

Investitionsschwerpunkt nach Finanzierungsphasen: Bei den Investitionsschwerpunkten zeichnet sich über die Jahre kein klares Bild ab. Anfang der Neunziger Jahre wurde Kapital vor allem in Fonds investiert, die Expansionsfinanzierungen vornahmen. Ende der Neunziger waren es vor allem Technologie- und Internetfonds, die Kapital anzogen. In den letzten Jahren haben es Technologiefonds schwer,⁶² vor allem Buy Out-Fonds ziehen Kapital in Deutschland an. Aber schon 30,5 % des Kapitals flossen 2004 in große Buy Out-Fonds.⁶³

Finanzierungsphase	2004	2003
Fonds für Technologie (Frühphasen)	8,5 %	2,9 %
Fonds für sonstige Firmen (Frühphase)	2,1 %	0,6 %
Fonds für Technologie (Expansion)	3,7 %	1,3 %
Fonds für sonstige Firmen (Expansion)	16,6 %	4,9 %
Summe Venture Capital	30,9 %	9,7 %
Fonds für kleine Buy Outs	18,5 %	3,6 %
Fonds für große Buy Outs	30,5 %	84,4 %
Summe Buy Outs	49,0 %	88,0 %
Sonstiges	20,1 %	2,3 %

Quelle: BVK

Abbildung 13: Private Equity in Deutschland nach Finanzierungsphasen

3.6. Returns

Renditen in Europa: Die Renditen der einzelnen Privat Equity-Fonds werden nicht veröffentlicht. Jedoch veröffentlicht die EVCA die Jahresrenditen aller europäischen Fonds. Grundsätzlich hängen Renditen und Risiko zusammen: Für eine sichere Anlagemöglichkeit ist der Anleger grundsätzlich bereit, weniger Rendite (oder Zins) zu fordern als für eine Hochrisiko-Investition in ein junges Unternehmen. Zudem wird man eher in eine Anlage investieren, wenn man sie auch jederzeit wieder verkaufen kann. Private Equity-Investoren werden daher zwangsläufig hohe Renditen verlangen: Die Investitionen sind unsicher, da der Gewinn erst dann (wenn überhaupt) anfällt, wenn die Portfoliofirma verkauft wird. Im Vergleich zu einer an der Börse gehandelten Aktie kann die Anlage nicht täglich verkauft werden,

⁶² Eigentlich ist der Markt für VC-Fonds in den Statistiken eher noch viel zu positiv dargestellt. So wurde 2004 stolz ein deutscher Fonds in München mit 85 Mio. EUR präsentiert. Nachfragen ergaben, dass ein Großteil des Kapitals von staatlichen Stellen wie EIF und KfW kamen.

⁶³ Die Investoren sind aber auch im Buy Out-Bereich zurzeit unzufrieden. Da fast jeder Unternehmenskauf inzwischen zu einer Auktion führt, sind die Renditen der Buy Out-Fonds unter Druck. Große Fonds-Manager hatten zuletzt Probleme, Kapital für neue Fonds zu bekommen.

sondern muss jahrelang gehalten werden. Daher liegt die jährliche Rendite (oder die IRR⁶⁴) von Private Equity höher als der Zinssatz auf einem Sparbuch und höher als die Rendite eines Börsenindex (DAX oder Dow Jones).

Die folgende Grafik zeigt die rollierenden IRR der europäischen Private Equity-Fonds auf Fünfjahres-Basis:^{65,66}

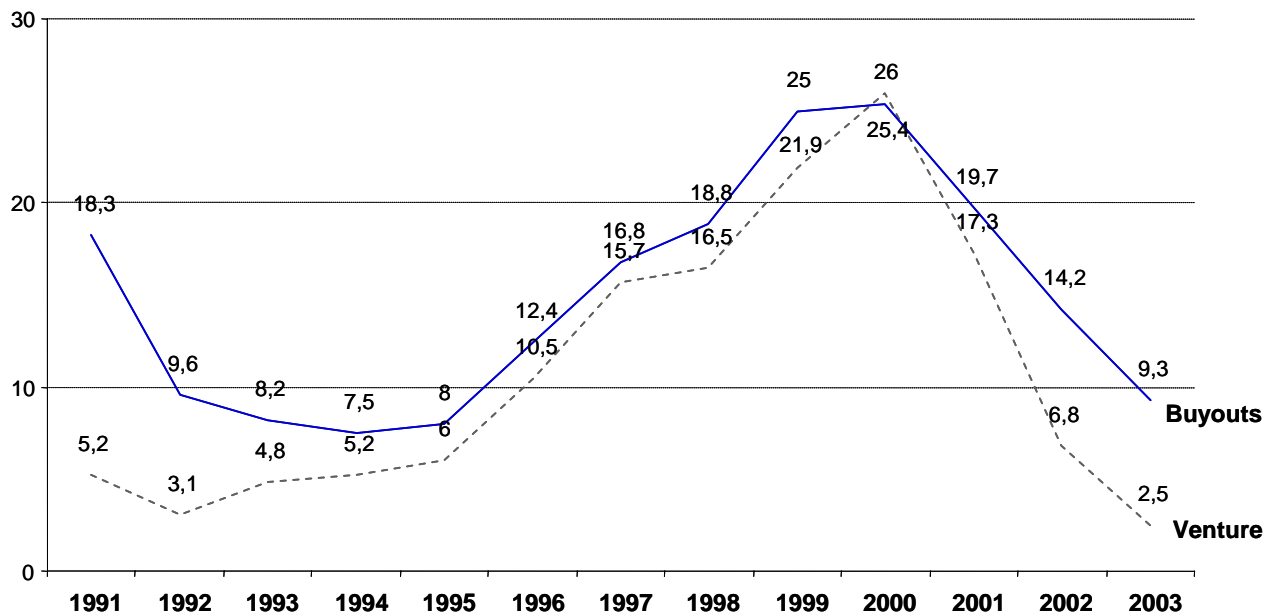


Abbildung 14: Rollierende IRR der europäischen Private Equity-Fonds auf Fünfjahres-Basis in Prozent

Es zeigt sich, dass die Renditen für Private Equity starken Schwankungen unterworfen sind und dass Boomphasen, wie die New Economy, von Phasen sehr niedriger Erträge abgelöst werden. Im Augenblick sind die Renditen auf einem historischen Tief angelangt. Für den Gesamtmarkt kann man zudem für Europa feststellen, dass die Renditen nicht durchweg jedes Jahr besser sind, als die von börsennotierten Aktien, aber tendenziell langfristig etwas höher liegen.

⁶⁴ Die IRR (Internal Rate of Return) ist das Maß aller Dinge im PE und in zahlreichen Modifikationen und Varianten bekannt. In ihrer einfachen Form kann man sie mit dem internen Zinsfuß- vergleichen.

⁶⁵ Der rollierende 5-Jahres-IRR zeigt für das betreffende Jahr jeweils die jährlichen Durchschnittsrenditen der letzten fünf Jahre an. Für das Jahr 2003 würden so die Renditen der Jahre 1999 bis 2003 erfasst. Sinn der 5-Jahres Betrachtung ist es, extreme Schwankungen einzelner Jahre auszugleichen. Die gesamte Methodologie der Datenerfassung und Auswertung ist bei der EVCA unter www.evca.com nachzulesen.

⁶⁶ Quelle: Thomson Financial's VentureXpert database.

Fonds-Jahrgänge: Diese Schwankungen hängen auch davon ab, in welchem Jahr der Fonds aufgelegt wurde. Dieses „Vintage-Year“ beeinflusst den Erfolg eines Fonds. Ein Venture-Capital-Fonds der z. B. 1996 aufgelegt wurde, konnte in einer frühen Phase in Internet-Firmen investieren, die damals vergleichsweise preiswert waren. Der Fonds konnte anschließend ebenfalls zu einem frühen Zeitpunkt seine Portfolio-Unternehmen weiterverkaufen oder an die Börse bringen. Ein Technologie-Fonds des Jahres 1999 hat es hingegen schwerer, hohe Renditen zu erwirtschaften. Erstens waren die Einkaufspreise für Internetfirmen damals schon sehr hoch. Zweitens waren die wirklich interessanten Firmen längst von anderen Fonds finanziert. Drittens wurde gerade das Ende der lukrativen Börsengänge eingeläutet.

Die folgende Graphik zeigt, welche Renditen (IRR) verschiedene Fonds-Jahrgänge in Europa zum Stichtag 31.12.2003 erwirtschafteten. Dabei zeigt sich, dass die Fonds, die in den letzten fünf Jahren neu aufgelegt worden sind, bislang im Durchschnitt ihren Anlegern Verluste bereiten.

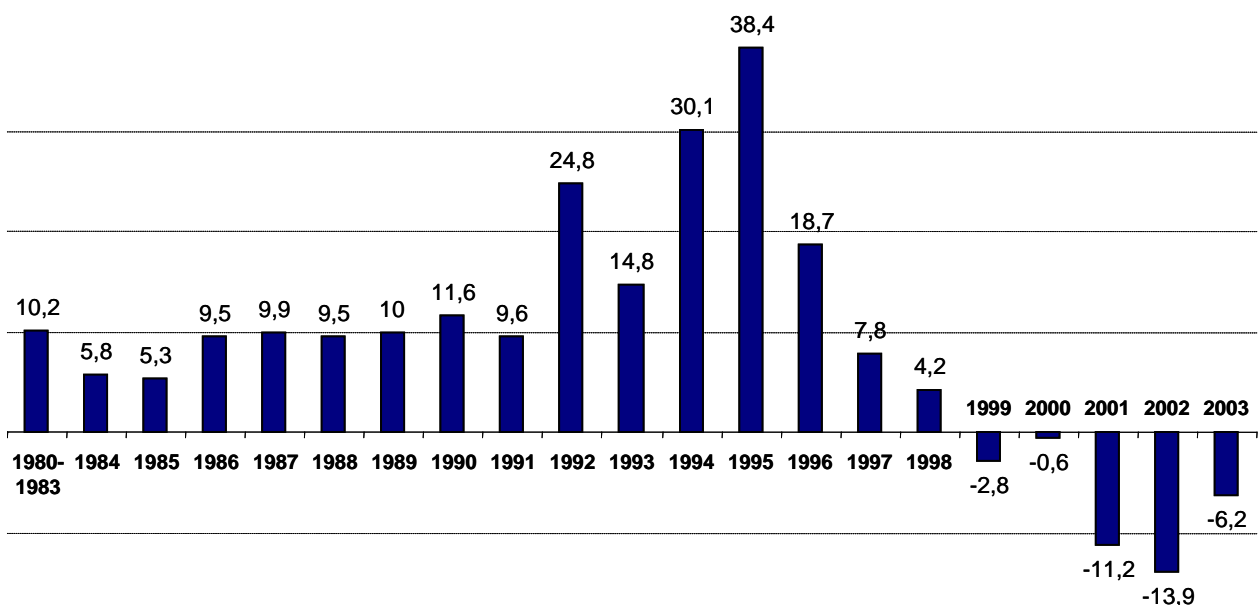


Abbildung 15: Netto-IRR seit Beginn der Fondslaufzeit (in %)

Unterschiede zwischen den Fonds: Wie bei anderen Anlagearten versuchen die General Partner von Private Equity-Fonds besser als der Durchschnitt oder besser als der Markt zu sein. Um dem statistisch Rechnung zu tragen, werden die Fonds in vier Erfolgsklassen (Quartile) eingeteilt. Das oberste (Top-) Quartil bildet die Fonds ab, die besser als die andern 75 % der Fonds sind. Das untere Quartil umfasst die Fonds, die schlechter als 75 % der

anderen Fonds abgeschnitten haben. Die folgende Tabelle zeigt die Bandbreite des Erfolgs von Private Equity-Fonds.⁶⁷

	Anzahl Fonds	IRR Durchschnitt	IRR Maximal	IRR Top Quartil
1980	3	10,3 %	13,0 %	11,7 %
1981	4	7,1 %	11,0 %	9,2 %

1996	45	18,7 %	268,1 %	25,5 %
1997	74	7,8 %	262,2 %	14,2 %
1998	71	4,2 %	181,6 %	4,0 %
1999	89	-2,8 %	178,8 %	0,2 %
2000	117	-0,6 %	154,9 %	-0,2 %
2001	66	-11,2 %	66,4 %	-1,9 %
2002	31	-13,9 %	10,1 %	0,0 %

Quellen: Thomson, VentureXpert

Abbildung 16: IRR von europäischen Fonds seit Laufzeitbeginn zum 31.12.2003

Es zeigt sich, dass sich die Renditen aller Fonds zwar in die gleiche Richtung bewegen, aber dass es große Unterschiede zwischen den Fonds gibt. Ein erfolgreicher Fonds erwirtschaftet selbst dann noch Gewinne, wenn die Wettbewerber bereits negative IRR ausweisen.

3.7. Strategietypen

3.7.1. Einordnung nach Investoren

Captive Funds sind PE-Firmen, die an eine größere Firma angebunden sind und ausschließlich deren Kapital verwalten. Beispiele sind konzerneigene Risikokapitalfonds, die vor allem in Unternehmen investieren, die interessante Technologien für den Konzern entwickeln. Die meisten deutschen DAX 30-Unternehmen mit technologischer Ausrichtung haben oder hatten solche Investitionsvehikel. Andere Captive Funds sind eigene Fondsgesellschaften von Versicherungen und Banken. Solche Captive Funds waren im Jahr 2003 für 25,4 % aller PE-Investitionen in Deutschland verantwortlich.

⁶⁷ Quellen: Thomson, VentureXpert.

Independent Funds sind PE-Firmen, die ohne Konzernanbindung das Vermögen von vielen institutionellen und privaten Investoren verwalten. Beispiele sind hier die KKR, Blackstone und Carlyle. In Deutschland waren diese Firmen 2003 für 60,7 % der PE-Investitionen verantwortlich.

Öffentlicher Sektor: In Deutschland sind Institutionen der öffentlichen Hand maßgebliche Investoren im Private Equity nicht nur als Investoren in Private Equity-Fonds, sondern auch als direkte Investoren in Unternehmen. Beispiele sind die zahlreichen Beteiligungsgesellschaften der Sparkassen sowie die Kreditanstalt für Wiederaufbau mit ihren Töchtern tbg, KfW-Mittelstandsbank, IKB und DEG. Die öffentliche Hand zeichnete 2003 für 8,9 % der PE-Investitionen verantwortlich.

3.7.2. *Einordnung der Strategietypen nach der Phase im Lebenszyklus des Unternehmens*

Wie eingangs beschrieben, gibt es zwei grundsätzliche Strategien für Private Equity-Fonds, Venture Capital-Investitionen oder Buy Outs.

Venture Capital Investments

Grundsätzlich gilt: Je jünger ein Unternehmen, desto höher das Risiko des Scheiterns. Hier können die Strategietypen grob nach Entwicklungsphase des Unternehmens und der Branchenzugehörigkeit wie folgt abgegrenzt werden:

- **Seed-Finanzierung:** Das ist Kapital, das Unternehmen zur Entwicklung und Umsetzung einer Geschäfts- oder Produktidee erhalten. Ziel kann es dabei sein, einen Prototypen oder eine Machbarkeitsstudie zu entwickeln, um daraus anschließend ein eigenes Geschäft zu entwickeln.
 - **Typische Unternehmen und Branchen:** Seed-Finanzierungen sind extrem risikobehaftet, da die zu finanzierenden Unternehmen noch gar nicht existieren. Oft muss sich sogar der Markt für die geplanten Produkte erst entwickeln. Daher werden nur solche Vorhaben finanziert, die außerordentliches Wachstumspotential versprechen. Seed-Finanzierungen finden sich daher vor allem bei Technologiefirmen (IT, Bio und Pharma, erneuerbare Energien).
 - **Finanzierungsvolumen:** Typischerweise zwischen 100.000 EUR und 2.000.000 EUR.
 - **Investoren:** Lokale Frühphasenfinanzierer, wie Wagniskapitalgesellschaften der Sparkassen, die KfW-Gruppe, Private-Public Partnerships ,wie die

Wolfsburg AG und so genannte Business Angels (vermögende Privatpersonen mit Unternehmerhintergrund).

- **Projektlaufzeit und Exit:** Die geringen ersten Kapitalzuflüsse eines Seed-Finanzierers reichen typischerweise nicht aus, das Unternehmen bis in die Gewinnzone zu tragen. Nach zwölf bis 24 Monaten muss daher eine Anschlussfinanzierung bei einem Start-Up-Finanzierer gesucht werden. Ein Ausstieg der Erstinvestoren ist normalerweise erst nach sichtbaren Erfolgen des Geschäftsmodells nach einigen Jahren möglich.
- **Start-up Finanzierung:** Hier wird Kapital für die Gründung und die ersten Schritte des Unternehmens bereitgestellt. Erste Produkte sind vorhanden, werden aber erst in geringen Mengen verkauft. Die Finanzierung soll die anfänglichen Verluste des Geschäftsaufbaus tragen.
 - **Typische Unternehmen und Branchen:** Start-up-Finanzierungen sind ebenfalls sehr risikoreich. Daher werden nur solche Vorhaben finanziert, die bereits außerordentliches Wachstumspotential erkennen lassen. Start-up-Finanzierungen finden sich daher vor allem bei Technologiefirmen (IT, Bio und Pharma, erneuerbare Energien).
 - **Finanzierungsvolumen:** Typischerweise zwischen 1.000.000 EUR und 10.000.000 EUR.
 - **Investoren:** Nationale und internationale Venture Fonds, Wagniskapitalgesellschaften der Sparkassen, die KfW-Gruppe und strategische Investoren, die in Schlüsseltechnologien oder neue Märkte investieren wollen.
 - **Projektlaufzeit und Exit:** Die Kapitalzuflüsse einer Start-up-Finanzierung reichen typischerweise aus, das Unternehmen bis in die Gewinnzone zu tragen. Nach 24 bis 36 Monaten suchen die Investoren einen Exit. Käufer solcher Firmen sind strategische Investoren, also Firmen, die an den Produkten, Patenten oder Kunden interessiert sind, oder andere Venture Fonds, die eher in spätere Unternehmensphasen investieren wollen.
- **Expansions- und Wachstumsfinanzierung:** Die zu finanzierende Firma ist bereits erfolgreich am Markt positioniert und hat die Verlustzone hinter sich gelassen. Das zusätzliche Kapital wird z. B. für die Ausweitung der Produktpalette, Zukäufe von

Wettbewerbern (Buy and Build) oder Erweiterungsinvestitionen benötigt, insbesondere wenn die Eigenkapitalquote eine Fremdfinanzierung nicht erlaubt.

- **Typische Unternehmen und Branchen:** Expansionsfinanzierungen sind weniger risikoreich, da das Unternehmen ein bewährtes Geschäftsmodell fortsetzen oder erweitern möchte. Daher werden Vorhaben finanziert, die gute Wachstumschancen und zügig Geldrückflüsse erwarten lassen. Neben schnell wachsenden Technologieunternehmen kommen hier auch traditionelle Unternehmen mit internationalem Fokus und hoher Forschungskompetenz in Frage.
- **Finanzierungsvolumen:** Typischerweise zwischen 10.000.000 EUR und 50.000.000 EUR.
- **Investoren:** Nationale und internationale Venture Fonds und gelegentlich strategische Partner als Co-Investoren.
- **Projektlaufzeit und Exit:** Die Kapitalzuflüsse einer Expansionsfinanzierung reichen typischerweise aus, das Wachstum zu finanzieren und das Unternehmen (wieder) bis in die Gewinnzone zu tragen. Nach 24 bis 48 Monaten suchen die Investoren einen Exit. Käufer sind dann oft Firmen, die durch Zukäufe wachsen wollen, oder es erfolgt ein Börsengang.
- **Bridge-Finanzierungen sind** Überbrückungsfinanzierungen für Firmen kurz vor dem Börsengang, um die Eigenkapitalausstattung zu verbessern.
 - **Typische Branchen:** Grundsätzlich jede Firma unabhängig von spezifischen Branchen, die kurz vor einem Börsengang steht.
 - **Finanzierungsvolumen:** Typischerweise zwischen 10.000.000 EUR und 50.000.000 EUR.
 - **Investoren:** Nationale und internationale Venture Fonds, strategische Investoren, die sich frühzeitig einen Zugriff auf das Unternehmen sichern wollen, und weniger risikofreudige Spezialfonds von Banken und Versicherungen.
 - **Projektlaufzeit und Exit:** Die Kapitalzuflüsse einer Bridge-Finanzierung sind kurzfristiger Natur. Kurz vor dem Börsengang soll mit Hilfe dieser zusätzlichen Mittel „die Braut schön gemacht werden“, also letzte Maßnahmen für eine

erfolgreiche Börsen-Platzierung erfolgen. Eigentlich könnte der Exit dann unmittelbar nach dem Börsengang erfolgen. Die schlechten Erfahrungen, insbesondere an Technologiebörsen wie dem deutschen Neuen Markt, haben aber dazu geführt, dass die Investoren sich verpflichten müssen, ihre Aktien nach dem Börsengang zwischen zwölf und 36 Monaten nicht zu verkaufen (lock-up period).

- **Turnaround-Finanzierung:** Hier wird Kapital für die Neuausrichtung von Unternehmen in Schwierigkeiten eingesetzt.
 - **Typische Unternehmen und Branchen:** Firmen, die ein etabliertes Geschäftsmodell haben, aber auf Grund von Managementfehlern oder sonstigen behebbaren Gründen in der Krise sind. Diese Firmen sind in Deutschland vor allem eher in den etablierten Branchen zu finden.
 - **Finanzierungsvolumen:** Typischerweise zwischen 2.000.000 EUR und 20.000.000 EUR.
 - **Investoren:** Nationale und internationale Venture Fonds mit einer klaren Ausrichtung und Know-how in diesem Spezialbereich.
 - **Projektlaufzeit und Exit:** Die Kapitalzuflüsse reichen typischerweise aus, das Unternehmen bis in die Gewinnzone zu tragen. Nach 24 bis 36 Monaten suchen die Investoren einen Exit, falls nicht vorher der Insolvenzfall eingetreten ist. Käufer solcher Firmen sind strategische Investoren, also Firmen, die an den Produkten, Patenten oder Kunden interessiert sind, oder andere Venture Fonds, die eher in spätere und gesunde Unternehmensphasen investieren wollen.

- **Replacement Capital:** Hier wird Kapital dafür eingesetzt, Anteile von einem Gesellschafter oder einem anderen Eigenkapitalinvestor zu erwerben. Hier können sich Venture Capital-Strategien und Buy Out-Strategien überlappen.
 - **Typische Unternehmen und Branchen:** Firmen, die zwar ein etabliertes Geschäftsmodell haben, aber noch so viel Wachstumspotential, dass sie den Renditeanforderungen eines Venture Fonds genügen. Dies könnte z. B. ein Unternehmen nach erfolgreichem Turnaround sein.
 - **Finanzierungsvolumen:** Typischerweise zwischen 10.000.000 EUR und 100.000.000 EUR.

- **Investoren:** Nationale und internationale Venture Fonds, ggf. mit einem Industriepartner als Co-Investor.
- **Projektlaufzeit und Exit:** Die Kapitalzuflüsse fließen vor allem an den Verkäufer des Unternehmens. Frisches Kapital für Wachstum und Investitionen kann zusätzlich bereitgestellt werden, das ist aber nicht zwingend. Nach 24 bis 48 Monaten suchen die Investoren einen Exit. Käufer solcher Firmen sind strategische Investoren, oder es erfolgt ein Börsengang.

Von den in Deutschland im Jahr 2004 investierten 3,8 Mrd. EUR entfielen dabei etwa 26 % auf Venture Capital-Finanzierungen. Es zeigt sich, dass die Risikofinanzierung in Deutschland zurzeit vor allem in späte Unternehmensphasen erfolgt. Abgeschreckt von den Erfahrungen des Internet-Booms sind nur wenige Fonds bereit, die hohen Risiken einer Unternehmensgründung zu tragen. Im Vergleich zum Höhepunkt der New Economy im Jahre 2000 fiel der Anteil dieser besonders unsicheren Investments um 90 %. Außerdem ist der Markt für Sanierungsfinanzierungen in Deutschland nahezu nicht existent. Da es kaum Börsengänge gab, fehlen auch die dazu gehörigen Bridge-Finanzierungen. Die folgende Grafik zeigt die Daten für Deutschland für das Jahr 2004 im Überblick:

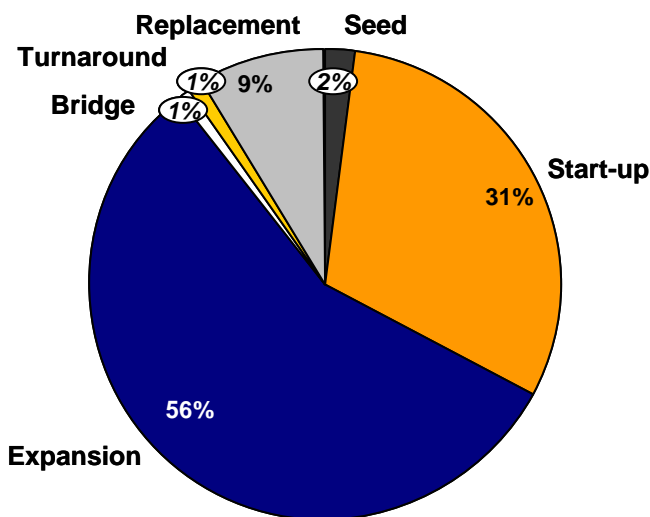


Abbildung 17: Venture Capital-Finanzierung in Deutschland 2004 nach der Entwicklungsphase der Unternehmen

Buy Out-Investments

Feindliche Übernahmen: Buy Outs werden oft mit feindlichen Übernahmen und Firmenzerschlagungen in Verbindung gebracht. Es ist zutreffend, dass gerade amerikanische Private Equity-Firmen in den achtziger Jahren des letzten Jahrhunderts in diesem Bereich ihre Wurzeln haben. Die Idee war damals, auf Kredit gegen den Willen des Managements an der

Börse unterbewertete Firmen zu erwerben und dann die Schulden durch Verkauf einzelner Firmenteile (Assets) zu tilgen und eine Rendite zu erwirtschaften. In Deutschland und Europa sind Private Equity-Firmen allerdings kaum in diesem Bereich anzutreffen. Erstens sind in Deutschland die wenigsten Firmen börsennotiert, so dass eine feindliche Übernahme technisch nicht möglich ist. Zweitens sind Firmen inzwischen selbst daran interessiert, die Unternehmensteile zu veräußern, die entweder nicht profitabel genug sind oder nicht zur Ausrichtung des Konzerns passen. Feindliche Attacken auf Firmen und vor allem gegen die Firmenführung gibt es natürlich auch in Deutschland, nur werden diese eher von Hedge-Fonds (siehe Kapitel 4) oder von so genannten Vulture-Funds (Geierfonds) betrieben (siehe unten).

Strategien: Die verschiedenen Strategien bei Buy Out-Fonds können grob danach gegliedert werden, ob das existierende Management mit mindestens 10 % beteiligt wird (MBO), neues Management in das Unternehmen eintritt (MBI) und mindestens 10 % hält oder ob nur der oder die Private Equity-Fonds Gesellschafter des Unternehmens sind.⁶⁸ Die dazu vorhandenen Daten für Deutschland sind jedoch eindeutig: Von den etwa 2,7 Mrd. EUR, die im Jahr 2004 für Buy Outs verwendet wurden, sind laut BVK⁶⁹ fast 74 % für Transaktionen ohne signifikante Beteiligung der Unternehmensführer verwendet worden. Ein knappes Viertel (24 %) entfiel auf MBOs. MBIs sind mit 2 % nahezu nicht existent.

Fragt man nach der Größe der Investments, so betrafen 92 % der Buy Outs im Jahr 2004 Unternehmen, die mehr als 100 Mio. Euro Umsatz machen, und mehr als die Hälfte des Kapitals floss für Firmen mit mehr als 500 Mitarbeitern.

Somit ist eine offensichtliche Strategie der meisten Buy Out-Fonds, möglichst große Firmen zu übernehmen, am liebsten alleine, und wenn schon das Management beteiligt wird, dann eher das bereits bestehende, als externe Führungskräfte als Gesellschafter zu involvieren.

Wenn allerdings alle Fonds am Ende gleichzeitig ähnliche Firmen zu kaufen versuchen, steigt der Wettbewerb um die besten Firmen. Unvorteilhaft ist vor allem ein Kauf durch ein Auktionsverfahren, da die zu zahlenden Preise hier am höchsten sind. Daher versuchen die Buy Out-Fonds sich jeweils so zu positionieren, dass sie bei der Auswahl der Kaufobjekte wenig Konkurrenz fürchten müssen und nach dem Kauf möglichst kompetent Einfluss genommen werden kann. Beispiele für solche Spezialisierungen sind:

- **Branchenbezogene Strategien:** Bestimmte Fonds konzentrieren sich auf einen schmalen Bereich von Industrien und Märkten. Die Investoren eines solchen Fonds

⁶⁸ Mischformen, bei denen altes und neues Management Anteile erwerben, so genannte Buy In Management Buy Outs (BIMBO), sind ebenfalls möglich.

⁶⁹ <http://www.bvk-ev.de/pdf/114.pdf>

erhoffen sich, dass das Investment-Team idealerweise neben dem Finanzfachwissen einschlägige Industrieexpertise hat.

- **Regionenbezogene Strategien:** Konzentration auf bestimmte geografische Schwerpunkte, wie Deutschland, Osteuropa, Russland oder China. Häufig sind in neuen Märkten kleine Pionierinvestoren anzutreffen, die ihren Wettbewerbsvorteil darin sehen, dass sie risikobereiter sind und lokale Kenntnisse haben.
- **Größenbezogene Strategien:** Konzentration auf bestimmte Transaktionsgrößen. Da die Kosten pro Firmenkauf für die Auswahl, Prüfung und Übernahme eines Unternehmens relativ unabhängig vom Kaufpreis sind, beschränken sich manche Fonds nur auf sehr große Firmen.

Dennoch sind diese Klassifizierungen oft nicht praxisrelevant, da am Ende stets die gleichen Fonds in den Auktionen, die sie ja eigentlich meiden wollen, aufeinander treffen. Um die Strategien der Buy Outs einordnen zu können, hilft ein Blick auf deren Auswahlkriterien:

- **Kauf von Unternehmensteilen:** Fast 75 % aller Buy Outs in Deutschland finden bei Unternehmensteilen von Großunternehmen statt. Dies ist der klassische Bereich der Buy Out-Fonds.
- **Familienunternehmen:** Etwa 20 % der Buy Outs in Deutschland sind Käufe von Familienunternehmen. Das ist in Deutschland vor allem der mittelständischen Struktur der meisten Unternehmen geschuldet.
- **Privatisierung:** Nur einen geringen Anteil haben in Deutschland bislang Privatisierungskäufe. Dennoch wächst dieser Bereich dynamisch. Typische Bereiche sind Wohnungsbaugesellschaften und Entsorgungsbetriebe.

Vulture-Funds

Eine für Deutschland und Europa neue Entwicklung sind so genannte Vulture(Geier)-Investoren. Diese sehr aggressiven Investoren haben in den letzten Jahren die Private Equity-Industrie verändert. In den USA sind sie schon seit über 20 Jahren aktiv. Anfänglich interessierten sich Geier-Fonds vor allem für Unternehmen, die in Schieflage geraten waren. Die Fonds kauften den Gläubigern die Schulden ab und versuchten sie in Eigenkapital zu tauschen, um die Mehrheit im Unternehmen zu erlangen. Anschließend sanierten sie das Unternehmen oder teilten es auf und verkauften die werthaltigen Unternehmensteile (Asset Stripping). In den USA ist dieses Vorgehen relativ einfach, da auch Unternehmensschulden als

Anleihen an der Börse frei gehandelt werden. Somit kann ein Geier-Fonds anonym und unentdeckt Firmenverbindlichkeiten kaufen.

In Deutschland hingegen sind es vor allem die Banken, die diese Unternehmensschulden als Forderungen in ihren Büchern haben. Im Krisenfall versuchen sie ein gemeinsames Vorgehen abzustimmen. Geier-Fonds in Deutschland setzen genau hier an und suchen sich die Bank, die am stärksten unter der Krise zu leiden hat. Der Geier-Fonds übernimmt dann die Forderungen der Bank und versucht die anderen Banken gegeneinander so auszuspielen, dass diese am Ende ebenfalls ihre Forderungen - mit einem großen Rabatt - dem Geier-Fonds verkaufen. Ist der Geier-Fonds dann Hauptgläubiger des Krisenunternehmens, versucht er die unternehmerische Kontrolle über die Gesellschaft zu bekommen.

Bislang war ein Aufbrechen von Bankenkonsortien in Deutschland unüblich. Der wachsende Konkurrenzdruck zwischen den Banken und die verschärften Kreditregeln seit Basel II scheinen aber nun auch in Deutschland zu wirken, so dass Geier-Fonds verstärkt in Deutschland auftreten. Für die traditionellen Private Equity-Fonds ist diese Entwicklung eine Gefahr, da sie noch größere Konkurrenz beim Firmenkauf bekommen und zudem den Methoden der Geier-Fonds (noch) nichts Adäquates entgegensetzen können.

Zudem haben Geier-Fonds einen Vorteil gegenüber traditionellen Private Equity-Fonds, da sie, ähnlich wie Hedge-Fonds wesentlich mehr Freiheit bei der Auswahl ihrer Investments haben. So sind in Deutschland ansässige Geier-Fonds nicht mehr nur an Krisenunternehmen interessiert, sondern bieten verstärkt auch bei Privatisierungen im Wohnungsbereich mit.

Vertreter dieser Sparte sind in Deutschland zum Beispiel Cerberus, LoneStar und Fortress.

3.8. Wichtige Marktteilnehmer

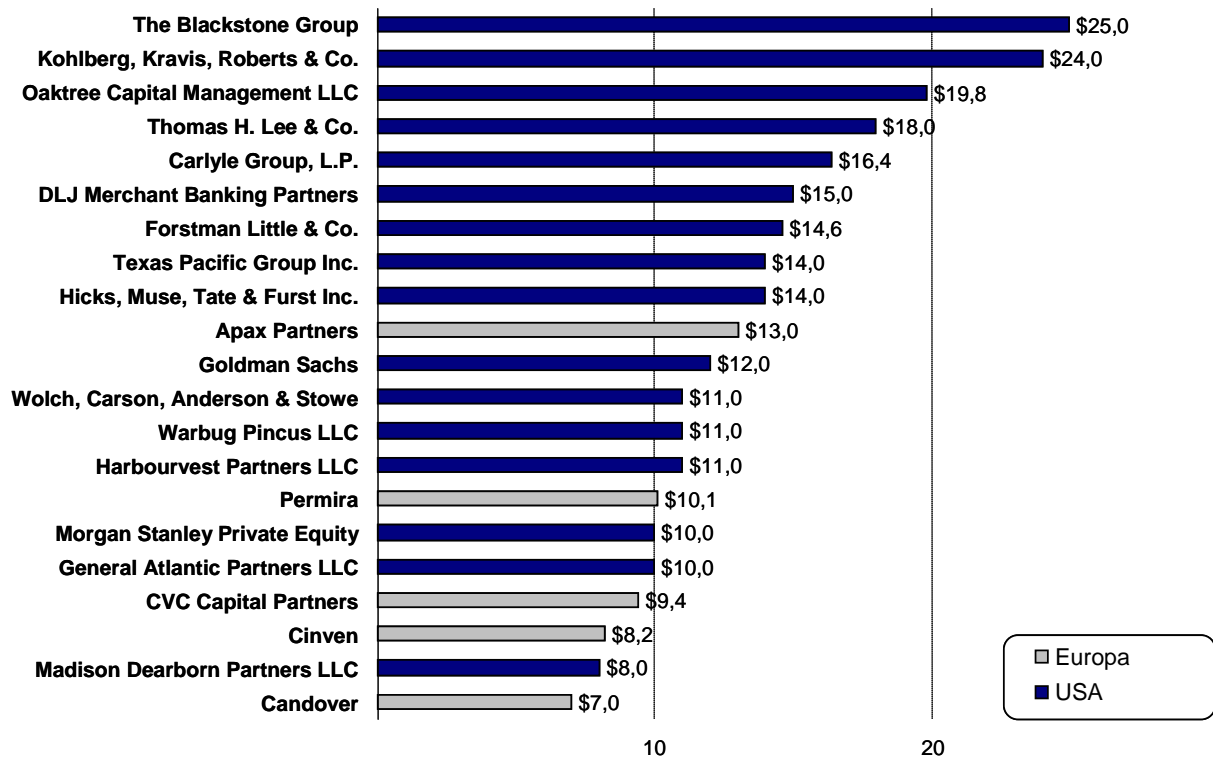


Abbildung 18: Bedeutende Marktteilnehmer (incl. Vulture) nach Fondsgröße gegliedert in Mrd. USD

Im Folgenden sollen die großen Private Equity-Fonds vorgestellt werden, die in Deutschland in den letzten Jahren besonders aktiv waren.

3.8.1. APAX Partners

Unternehmen: APAX Partners ist ein weltweit agierendes britisch-amerikanisches Investment-Unternehmen und wurde 1969 als Patricof & Co. gegründet. Dabei wird offiziell das Spektrum von Venture Capital und Frühphasen-Finanzierungen bis hin zu MBOs abgedeckt. Tatsächlich ist das Venture Capital-Geschäft in Europa innerhalb von APAX umstritten und deshalb etwas aus dem Investitionsfokus gerückt. Seit Firmengründung wurden mehr als 80 Fusions- oder Übernahmetransaktionen abgeschlossen. Die bevorzugten Branchen sind Informationstechnologie, Medien, Telekommunikation, Finanzdienstleistungen, Gesundheitswesen, Handel und Konsumgüter. Grundsätzlich ist APAX aber auch in Deutschland bei den großen Auktionen fast immer zum Kreis der Kaufinteressenten zu rechnen.

Seit 1995 hat die Gesellschaft 58 Unternehmen mit einer anfänglichen Marktkapitalisierung von über 29 Mrd. USD an der Börse platziert.

Fondsvermögen: Derzeit wird ein Fondsvermögen von über 12 Mrd. USD verwaltet bzw. beraten, das sich auf über 500 Unternehmen verteilt. Die verwalteten und beratenen Fonds sind keine Publikumsfonds, stehen also nur institutionellen Investoren oder sehr vermögenden Privatkunden offen. Investoren sind zumeist akademische Institutionen, Versicherungen, Pensionsfonds und andere institutionelle Investoren. Im zuletzt aufgelegten Fonds, Apax Europe V, sind 4,4 Mrd. EUR investiert, die zu 50 % aus den USA stammen, zu 40 % aus Europa und zu 10 % aus Nahost und Asien. Zuvor wurden 1999 im Fonds Europe IV 1,8 Mrd. EUR gesammelt, im Jahr 2000 720 Mio. EUR für den Fonds France VI und 1,1 Mrd. USD für den Apax Exelsior VI.

Investments in Deutschland: Eine Auswahl deutscher Investments sieht so aus:

- **Nordsee Holding GmbH (1997):** APAX kaufte Nordsee 1997 vom holländischen Unilever-Konzern und wollte das Unternehmen 2001 an die Börse bringen. Die damaligen Börsenpläne stießen auf heftige Kritik, da APAX die Erlöse des Börsengangs zu 80 % für sich beanspruchte. Der Börsengang wurde kurzfristig abgesagt. (Im August 2005 hat APAX die Nordsee Holding GmbH an Kamps Food Retail Investment SA verkauft, A.d.R.).
- **Autobahn Tank & Rast Holdings (1998):** APAX kaufte dieses Unternehmen aus Bundesbesitz zusammen mit der Lufthansa und Allianz Capital Partners für offiziell rund 640 Mill. EUR (1,25 Mrd. DM). Es folgte eine Restrukturierung. Da sich die drei Investoren nicht auf eine gemeinsame Strategie für einen Börsengang verständigen konnten, wurde das Unternehmen im Jahr 2004 an den britischen PE-Fonds Terra Firma für offiziell 1,1 Mrd. EUR verkauft.
- **Dialog Semiconductor Plc (1998):** Dieser deutsche Teil eines US-amerikanischen Spezial-Chipherstellers begann 1988 seine Geschäftstätigkeit in Deutschland und wurde 1990 von der Daimler Benz AG übernommen. 1998 kaufte das Management zusammen mit APAX, Adran und Ericson das Unternehmen im Rahmen eines MBO. Es wurde eine AG britischen Rechts und ging schon kurz danach 1999 an die Börse (Neuer Markt Frankfurt). Die Aktie erlebte sodann die Höhen und Tiefen des Neuen Markts. In der Spitze notierte sie bei 62 EUR, zurzeit steht sie bei 2 EUR. APAX ist immer noch mit 19 % beteiligt.

- **SuSE Linux AG (1999):** Suse Linux AG ist ein deutsches Unternehmen, das einer der Marktführer beim Vertrieb des Linux-Betriebssystems ist. APAX stieg 1999 zu einem Zeitpunkt ein, als das Gründermanagement Probleme hatte, von einem kleinen Technologieunternehmen zu einer internationalen Firma zu wachsen. Der Investor brachte ein neues Management und verkaufte das Unternehmen im Jahr 2004 an den Softwarehersteller Novell für 210 Mio. US-Dollar.
- **Ciao.com (2000):** Dieser Fall ist ein klassisches Beispiel für die New Economy. Ciao.com war als Meinungsportal im Internet etwa zeitgleich mit dem Wettbewerber doyou.com in Berlin gegründet worden. Beide wurden von Venture Capital-Gesellschaften über die Zeit mit zweistelligen Millionenbeträgen finanziert. Gespräche über eine Fusion beider Firmen scheiterten regelmäßig. APAX gelang es, im Mai 2005 dieses schon oft totgesagte Unternehmen für 154 Mio. USD an eine amerikanische Firma zu verkaufen.
- **Kabel Deutschland GmbH (2003):** APAX übernahm im Jahr 2003 das TV-Kabelnetz der Telekom. Das Unternehmen hat zehn Mio. Kunden und macht etwa 1,1 Mrd. Euro Umsatz. Zuletzt scheiterten die Versuche der Kabel Deutschland, einige Wettbewerber zu übernehmen. Im letzten Jahr stieg mit Candover ein weiterer PE-Fonds in das Unternehmen ein.
- **Bundesdruckerei (2000):** Dies ist ein Beispiel für eine gescheiterte Investition, das wir weiter unten ausführlicher nochmals aufgreifen werden.

3.8.2. Blackstone Group

Unternehmen: Die Blackstone Group ist eine 1985 von Peter G. Peterson und Stephen A. Schwarzman gegründete, weltweit agierende US-amerikanische Beteiligungsgesellschaft. Von Anfang an konzentrierte sich Blackstone auf „freundliche Übernahmen“ mit Zustimmung des jeweiligen Firmenmanagements. Der Firmenname leitet sich aus den Familiennamen der Gründer ab: black von schwarz und stone von petra (griechisch: Stein). Das Unternehmen engagierte sich weltweit inzwischen in über 75 Firmen mit einem Gesamtumsatz von 50 Mrd. USD und ca. 300.000 Mitarbeitern. Dabei werden verschiedene Branchen wie z. B. Chemie, Transport, Kommunikation, Versicherung, Entertainment, Energie u. a. abgedeckt. Blackstone arbeitet in Deutschland mit der Unternehmensberatung Roland Berger eng zusammen.

Fondsvermögen: Derzeit werden in fünf Private Equity-Fonds mehr als 14 Mrd. USD verwaltet, wobei allein für den zuletzt aufgelegten Fonds BCP IV im Jahre 2002 6,5 Mrd. USD eingeworben wurden. Für Investitionen im Bereich Telekommunikation wurde im Jahre 2000 ein separater Fonds aufgelegt, insgesamt ist man in 36 Unternehmen dieses Sektors mit einer

Marktkapitalisierung von über 27 Mrd. USD (März 2004) engagiert. Bislang weist Blackstone keinen eigenen europäischen Fonds aus, ist aber seit 2000 in London und seit 2003 in Deutschland vertreten.

Investments in Deutschland: Obwohl Blackstone erst seit 2003 in Deutschland aktiv geworden ist, hat der Fonds in den letzten Jahren einige große Transaktionen durchgeführt:

- **Celanese (2004):** Hier versuchte Blackstone 2003 die Tochter der ehemaligen Hoechst AG vollständig zu übernehmen und erwarb 84 % des Aktienkapitals. Das Unternehmen wurde in die USA verlegt und dort an die Börse gebracht. Doch die völlige Übernahme gelang nicht, und so ist Celanese immer noch in Deutschland börsennotiert. Inzwischen haben sich einige Hedge-Fonds in Celanese eingekauft und versuchen, Blackstone eine Abfindung abzurufen.
- **Sulo (2004):** Das vormals familiengeführte Recycling-Unternehmen wurde gemeinsam mit APAX übernommen.
- **Gerresheimer Glas (2004):** Gerresheimer Glas, im Jahre 1864 gegründet, ist ein international führender Spezialist für Verpackungs- und Systemlösungen, vor allem für die pharmazeutische und kosmetische Industrie. Im Jahr 2000 kauften die PE-Fonds Investcorp und JP Morgan Partners das Unternehmen von der Viag AG, um es 2004 an Blackstone weiter zu verkaufen.
- **WCM-Wohnimmobilien (2004):** WCM war ein deutsches DAX 30-Beteiligungsunternehmen. Offensichtliche Managementfehler und finanzielle Probleme des Großaktionärs Ehlerding führten zur Krise im Jahr 2002. Der Verkauf der Wohnimmobilien war für die WCM ein nötiger Sanierungsschritt, um wieder frisches Geld in das Unternehmen zu bekommen.

3.8.3. KKR

Unternehmen: Kohlberg Kravis Roberts & Co. wurde 1976 von Jerome Kohlberg, Jr., Henry Kravis und George R. Roberts gegründet und gilt als einer der Begründer des Geschäftsmodells „Private Equity-Fonds“ und als deren Marktführer. Ungewöhnlich sind die durchschnittlich 7,3 Jahre langen Haltezeiten ihrer Investments, womit KKR fast einem industriellen Investor ähnelt. Insgesamt hat KKR mehr als 120 Transaktionen mit einem Volumen von 136 Mrd. USD durchgeführt, darunter auch die Übernahme des

Konsumgüterkonzerns RJR Nabisco für 31,3 Mrd. USD im Jahre 1989 – der größte Beteiligungskauf aller Zeiten⁷⁰.

Fondsvermögen: In Europa sind derzeit 3,6 Mrd. EUR in zehn Objekten investiert; die europäischen Fondsvolumina belaufen sich auf 7,6 Mrd. EUR.

Investments in Deutschland: Eine Auswahl der deutschen Investments sieht so aus:

- **Wincor Nixdorf Holding GmbH & Co. (1999):** 1999 kauften KKR und Goldman Sachs für 709 Mio. USD 90 Prozent der Anteile an dem Elektronik- und Geldautomatenhersteller und brachten ihn 2004 an die Börse. In diesem Jahr verkauften die Investoren ihre restlichen Anteile an dem Unternehmen (Details siehe unten).
- **MTU Aero Engines GmbH (2003):** KKR kaufte den Turbinenhersteller von DaimlerChrysler für 1,4 Mrd. EUR. Die Zahl der Mitarbeiter war schon unter Daimler Chrysler stark gesunken; MTU will nun die Stellenzahl von 8.000 weiter reduzieren. Dennoch war das Unternehmen offensichtlich so wachstumsstark, dass KKR MTU nach 16 Monaten im Juni 2005 an die Börse brachte.
- **A.T.U. Auto-Teile-Unger Holding AG (2004):** KKR erwarb für 1,45 Mrd. EUR die Autowerkstattkette von dem Private Equity-Fonds Doughty Hanson. Dieser hatte auf einen Börsengang von A.T.U. gehofft, der aber kurzfristig abgesagt werden musste.
- **Tenovis:** Die ehemalige Telenorma stellen wir weiter unten vor.
- **Rockwood (Dynamit Nobel) (2004):** KKR kaufte Dynamit Nobel für 2,25 Mrd. EUR im Juli 2004 vom Mischkonzern MG Technologies. Der Zukauf wurde Rockwood einverleibt - einer Firma, die KKR im Jahr 2000 aus mehreren Sparten des britischen Chemiekonzerns Laporte geschmiedet hatte.
- **Duales System Deutschland (2005):** KKR übernahm den ehemaligen Monopolisten (Grüner Punkt) für 260 Mio. EUR. Das Unternehmen tauschte als erstes den Geschäftsführer, den ehemaligen CDU-Politiker Repnik, durch den ehemaligen Wella-Vorstand Zühlsdorff aus. Dennoch bleiben bei dieser Transaktion viele Fragen bezüglich der Vorteilsnahme durch Politiker und die Hintergründe des Kaufs offen.⁷¹

⁷⁰ Dieser Kauf gilt als Höhepunkt der feindlichen Übernahmen in den USA. Das Buch „Barbarians at the gate“ beschreibt das damalige Vorgehen von KKR.

⁷¹ Siehe die Kritik unter <http://pressemitteilung.ws/node/view/2833>

3.8.4. *Cerberus Capital Management, L. P.*

Unternehmen: Cerberus Capital Management, L. P. ist ein Finanzinvestor mit Sitz in New York und leitet seinen Namen aus der griechischen Mythologie ab, nach welcher der mehrköpfige Hund Kerberos den Eingang zur Unterwelt bewacht. Seit der Gründung von Cerberus vor 16 Jahren wurden insgesamt mehr als 36 Mrd. USD investiert. Cerberus gehört in die Kategorie der so genannten Geier-Fonds, die vor allem in Krisenunternehmen investieren. In Deutschland ist Cerberus seit 2003 aktiv. Cerberus fiel damals in der Branche auf, da der Fonds sehr aggressiv Immobilien- und Sanierungsexperten von der Konkurrenz für sein Frankfurter Büro abwarb. Kurz danach erlebten einige Private Equity-Firmen, wie sich Cerberus in laufende Kaufverhandlungen einmischte und begann, die einzelnen Gläubigerbanken auf ihre Seite zu bringen. Für Aufsehen erregte die Verpflichtung des ehemaligen Deutsche Bank-Vorstands Thomas Fischer (heute Vorstandsvorsitzender der WestLB) als Cerberus-Berater.

Fondsvermögen: Derzeit verwaltet das Unternehmen ein Fondsvermögen von ca. 14 Mrd. USD, wobei die Investoren zum größten Teil US-Pensionsfonds und vermögende Einzelpersonen sind. Die Gruppe ist z. B. im Immobilienbereich aktiv, jedoch wurde auch in anderen Branchen investiert.

Investments in Deutschland: Wichtige Investitionen in Deutschland waren:

- **GSW Berlin (2004):** Für 40 Mio. EUR erwarb Cerberus vom Land Berlin die Wohnungsbaugesellschaft GSW. Bis heute halten sich hartnäckige Gerüchte, dass es bei dem Verkauf der GSW an Cerberus Unstimmigkeiten gab. Nur wenige Experten glauben, dass der offizielle Plan von Cerberus funktionieren kann, die Wohnungen sozialverträglich an die Mieter zu verkaufen. Vielmehr kann nicht ausgeschlossen werden, dass Cerberus die Investitionen in Sanierung und Renovierung reduziert und in spätestens zwei Jahren entweder die Wohnungen en bloc weiterverkauft oder beim Berliner Senat Finanzbeihilfen beantragen wird.
- **Blutplasma-Sparte von Bayer (2004):** Für 450 Mio. EUR kaufte Cerberus gemeinsam mit einem Partner die Blutplasma-Sparte von Bayer.
- **Übernahme von Problem-Krediten der BayernLB (2005):** Insgesamt 400 Mio. EUR (Nennwert) an „faulen“ Krediten verkaufte die Bayerische Landesbank an Cerberus, um ihre Risikostreuung zu verbessern. Wie viel Cerberus für dieses 400 Mio. Euro-Paket letztlich bezahlt hat, wurde nicht veröffentlicht.

3.8.5. Permira

Unternehmen: Permira ist eines der größten europäischen Private Equity-Unternehmen; seine Wurzeln gehen auf die britische Traditionsbank Schroders zurück. Seit 2001 firmiert Permira unter seinem heutigen Namen, der sich aus dem Lateinischen ableitet und soviel wie „überraschend“ bedeutet. Seit 1985 wurden 18 Fonds mit einem Gesamtvolumen von 11 Mrd. EUR beraten, die mehr als 260 Transaktionen in 15 Ländern durchführten. Der Fokus liegt auf Unternehmen mit starker europäischer Präsenz.

Fondsvermögen: Der aktuelle Fonds Europe III ist mit 5,1 Mrd. EUR der größte in Europa und der dritte einer seit 1997 bestehenden Serie (Europe I mit 890 Mio. EUR und Europe II mit 3,3 Mrd. EUR in 2000). Der Investorenkreis ist breit gefächert und beinhaltet akademische Institutionen, Banken, institutionelle Investoren, Versicherungen, Regierungen und lokale Behörden, Pensionskassen und Privat-Investoren. Das Portfolio umfasst in Europa derzeit 45 Unternehmen.

Investments in Deutschland: Zu den bekannten deutschen Investments zählen u. a.:

- **debitel (2004):** Für 640 Mio. EUR erwarb Permira die Mobilfunktochter von DaimlerChrysler. Branchenexperten werteten den Kauf als „Schnäppchen“. Unklar ist, wie es Permira angesichts der anderen Wettbewerber gelang, debitel zu diesem Preis zu kaufen.
- **Premiere (2003):** Nachdem viele Banken und auch viele Private Equity-Firmen (wie die Capital Group) bereits sehr viel Geld im Zuge der Insolvenz der Kirch-Gruppe verloren hatten, gelang es Permira, nach der Insolvenz aus Premiere innerhalb von zwei Jahren ein börsennotiertes Unternehmen zu machen. Der Kauf aus der Kirch-Insolvenzmasse wird auf unter eine Mrd. EUR geschätzt. Kritiker werfen Permira vor, dass bei dem Börsengang sehr wenig frisches Geld an Premiere ging, und das stattdessen aus den Börsenerlösen vor allem Permiras Kredite für die Finanzierung des Kaufpreises bezahlt werden mussten.
- **Singulus Technologies (1995):** Im Dezember 1995 erwarb Permira die Singulus Technologies GmbH, einen Hersteller von Beschichtungs- und Kopieranlagen für CDs. 1997 ging Singulus an den Neuen Markt in Frankfurt. Das Unternehmen hat seitdem die übliche Entwicklung eines Neuen Markt-Unternehmens gemacht: Auf einen Höheflug im Jahr 2000 folgte der Absturz in 2001. Aber das Unternehmen verfügt offensichtlich über ausreichend technische und wirtschaftliche Substanz, weiter am Markt aktiv zu sein.

3.8.6. Terra Firma Capital Partners

Unternehmen: Terra Firma Capital Partners ging aus der 1994 gegründeten Nomura's Principal Finance Group (PFG) hervor. Seit 1995 hat sie 4,7 Mrd. GBP in 16 Unternehmen in Europa und den USA investiert. Das durchschnittliche Transaktionsvolumen beläuft sich auf 764 Mio. GBP, wobei 249 Mio. GBP Eigenkapital eingebracht wurden. Terra Firma ist das Unternehmen des einstigen „Nomura Wunderkindes“, Guy Hands. Erst verwaltete Terra Firma die Nomura PE-Interessen, bis man selbst einen Fonds gründete.

Terra Firma konzentriert sich auf Entsorgung und Versorgungsunternehmen, Infrastruktur und Wohnungsbaugesellschaften. So wie Blackstone als Maxime nur „freundliche Deals“ ausgegeben hat, hat sich Terra Firma, angesichts des hemdsärmeligen Images der Immobilienwirtschaft verpflichtet, sehr hohe ethische Maßstäbe anzulegen. Insbesondere verurteilt Terra Firma Korruption bei Privatisierungen und hat einen sehr integren Ruf in Europa.

Fondsvermögen: Nachdem Terra Firma zunächst den ehemaligen Nomura-Fonds verwaltete, wurde der 2003 geschlossene Fonds Terra Firma Capital Partners II der mit zwei Mrd. GBP größte Erstlingsfonds aller Zeiten. Unter den Investoren finden sich akademische Institutionen, Banken, institutionelle Anleger, Versicherungen, Pensionsfonds, Regierungen und Privatinvestoren. Das Portfolio ist aus Branchensicht weit gefächert und umfasst derzeit neun Unternehmen.

Investments in Deutschland: Zu den bekannten deutschen Investments zählen u. a.:

- **Deutsche Eisenbahnerwohnungen (DEWB) (1998):** Terra Firma unterlag zunächst gegen die WCM beim Kauf der Eisenbahnerwohnungen. Nachdem aber bekannt wurde, dass der WCM-Aktionär Ehlerding kurz vor dem Zuschlag eine große Privatspende an die CDU geleistet hatte, einigte man sich auf eine Teilung des Zuschlags, und Terra Firma konnte einen Teil der Wohnungen kaufen.
- **Tank und Rast (2004):** Diese Transaktion gehört zu den großen „secondary deals“, bei dem ein Fonds (hier Terra Firma) einem anderen Fonds (hier APAX und andere) eine Firma abkaufte. Bis heute fragen sich Experten, warum Terra Firma diesen Kauf getätigt hat, da sie weder ähnliche Firmen in ihrem Portfolio hat, noch mit 1,1 Mrd. EUR einen besonders niedrigen Preis zahlte.
- **Viterra (2005):** Nachdem die Wohnungsbaugesellschaft GAGFAH im Jahr 2004 an den PE-Fonds Fortress gegangen war, gelang es Terra Firma im Mai 2005 für etwa

sechs Mrd. EUR die Wohnungen der EON AG zu übernehmen. Das stellt den bislang größten Wohnungskauf aller Zeiten in Deutschland dar.

3.8.7. *BC Partners*

Unternehmen: Seit BC Partners 1986 als Baring Capital Investors gegründet wurde, hat es 57 Akquisitionen mit einem Gesamtvolumen von 33,3 Mrd. EUR durchgeführt, dabei in 44 der Akquisitionen (18 Mrd. EUR) in führender Funktion. In den nächsten fünf Jahren sollen weitere 10 Mrd. EUR investiert werden. 45 Firmen wurden inzwischen veräußert.

Fondsvermögen: Derzeit werden Fonds im Volumen von 5,8 Mrd. EUR in Europa verwaltet; das Portfolio umfasst 13 Unternehmen ohne Beschränkung auf bestimmte Branchen. Das Durchschnittsinvestment liegt bei 220 Mio. EUR pro Transaktion. Unter den Investoren finden sich akademische Institutionen, Banken, Versicherungen, Regierungen, lokale Behörden, Pensionsfonds sowie institutionelle und private Investoren.

Investments in Deutschland: Bekannte deutsche Investments sind:

- **Telecolumbus (2003):** Für 510 Mio. EUR erwarb BC die Kabelnetz-Service-Firma Telecolumbus von der Deutschen Bank.
- **Friedrich Grohe (1999):** Grohe ist ein Hersteller von Badarmaturen und Sanitärtechnik. BC kaufte das Unternehmen von der Familie Grohe, nahm es von der Börse, baute es um und verkaufte es unlängst an den PE-Fonds Texas Pacific. Eine detaillierte Darstellung erfolgt weiter unten.
- **Techem (1996):** Das Dienstleistungsunternehmen auf dem Gebiet der Erfassung, Verteilung und Abrechnung von Energie- und Wasserverbrauch wurde von BC 1996 gekauft und im Jahr 2000 an die Börse gebracht. BC ist immer noch in Techem engagiert.

3.9. Käufe von PE-Fonds in Deutschland

Die größten Käufe von Private Equity-Firmen in Deutschland im Jahr 2004 waren:⁷²

	<i>Branche</i>	<i>Käufer</i>	<i>Sitz Fondsmanagmt.</i>	<i>Kaufpreis (in EUR)</i>
Celanese	Chemie	Blackstone	Hamburg	3,1 Mrd.
Dynamit Nobel	Chemie	KKR/Rockwood	London	2,25 Mrd.
Gagfah	Wohnungen	Fortress	Frankfurt	2,1 Mrd
ThyssenKrupp	Wohnungen	Morgan Stanley Corpus	London	2,1 Mrd.
Grohe	Sanitärtechnik	Texas Pacific Group/ CSFB	London	1,5 Mrd
WCM	Wohnungen	Blackstone	Hamburg	1,4 Mrd.
Auto-Teile-Unger	Automobil	KKR	London	1,45 Mrd.
Brenntag/Interfer	Logistik/Stahl	Bain	München	1,4 Mrd.
Tank & Rast	Gastgewerbe	Terrafirma	Frankfurt	1,1 Mrd.
CBR	Textil	Cinven	Frankfurt	1,0 Mrd.
Debitel	Mobilfunk	Permira	Frankfurt	640 Mio.
GSW	Wohnungen	Cerberus, Whitehall	Frankfurt, London	450 Mio.
Duales System	Entsorgung	KKR	London	260 Mio.

Quelle: Manager Magazin

Abbildung 19: Die größten Übernahmen durch Private Equity-Firmen in Deutschland

3.10. Entwicklung übernommener Firmen anhand ausgewählter Beispiele

Die Statistiken und Umfragen der vorangegangenen Abschnitte zeichnen nicht das Bild von Private Equity-Firmen, die andere Unternehmen aufkaufen und sodann zerschlagen. Feindliche Übernahmen sind erst in jüngerer Zeit in Deutschland auf dem Vormarsch, vor allem getrieben durch so genannte Geier-Fonds. Allerdings sind alle PE-Investoren stark rendite- und Cash Flow-orientiert und mischen sich in die unternehmerischen Entscheidungen der erworbenen Gesellschaften ein. Bei Buy Outs müssen die übernommenen Firmen den Kaufpreis aus ihrem Cash Flow zurückzahlen. Dies ist bei einem profitablen Unternehmen kein Problem. Bleiben aber die Erfolge aus, kann die Schuldenlast für das Unternehmen zu einem bedrohlichen Problem werden. Die Frage ist, wie es den Firmen ergangen ist, die PE-Investoren haben. Exemplarisch sollen daher einige Fälle dargestellt werden. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die betroffenen Firmen bestimmte Informationen nur dann

⁷² Quelle: Manager Magazin.

veröffentlichen müssen, wenn sie börsennotiert sind. Entsprechend stehen nicht für alle Beispiele vollständige, nachprüfbare Zahlen zur Verfügung.

3.10.1. Tenovis

KKR kaufte das Unternehmen für etwa 300 Mio. EUR. Vor dem Verkauf an KKR im Jahr 2000 hatte die Bosch-Tochter Telenorma 8.000 Mitarbeiter, etwa eine Mrd. EUR Umsatz und 60 Mio. EUR Gewinn. In den nächsten zwei Jahren wurden fünf Produktionsstätten verkauft und 2.400 Stellen gestrichen. Bei weiteren Sanierungsschritten wurden noch einmal 600 Stellen eingespart. Weder stiegen die Umsätze (berichtet werden 890 Mio. EUR im Jahr 2003), noch die ausgewiesenen Gewinne. Letzteres lag vor allem an den hohen Belastungen, die Tenovis tragen musste, um den Kaufpreis an KKR zurückzuzahlen. Zwischenzeitlich wies Tenovis sogar Verluste aus. Ende 2004 verkaufte KKR Tenovis an den amerikanischen Wettbewerber Avaya für 370 Mio. USD, zudem übernahm Avaya die Schulden von 265 Mio. USD. Experten schätzen, dass die Schulden vor allem aus dem Kredit resultieren, mit denen KKR damals den Kauf finanzierte. Die Zahl der Mitarbeiter soll nochmals reduziert werden.

3.10.2. Wincor Nixdorf

Wincor Nixdorf wurde Ende 1999 ebenfalls von KKR gekauft. Die damals im Siemens-Konzern nicht im Fokus stehende Geldautomatentochter Wincor hatte zu diesem Zeitpunkt 3.400 Mitarbeiter und einen Umsatz von 1,3 Mrd. EUR. Bis zum Börsengang im Jahr 2004 hat sich die Mitarbeiterzahl auf 6.200 erhöht, davon wurden 1.000 neue Stellen in Deutschland geschaffen. Der Umsatz und die Gewinne stiegen moderat, der Cash Flow verdoppelte sich. Der Börsengang war für KKR allerdings auch gleichzeitig der Exit. Von den erlösten 350 Mio. EUR gingen zwei Drittel an die Investoren, nur 125 Mio. EUR flossen als Kapitalerhöhung an Wincor. Zudem musste Wincor, solange KKR Investor war, die Kredite für den Kaufpreis bedienen und tilgen. Das Beispiel Wincor zeigt, dass ein PE-Investor es innerhalb kurzer Zeit schaffen kann, das Potential eines Unternehmens zu entwickeln. Als Siemens-Tochter eher am Rande stehend, trimmten das Management und der Investor das Unternehmen auf Profitabilität und Wachstum. In dieser Situation war die Kaufpreistilgung kein echtes Hemmnis, da das Unternehmen sich positiv entwickelte und es offensichtlich eine klare Wachstumsstrategie für Wincor gab.

3.10.3. Grohe

Das Familien-Unternehmen wurde 1999 von BC Capital und anderen Investoren gekauft.⁷³ Die Familie wollte sich aus dem Unternehmen zurückziehen. Grohe war zu diesem Zeitpunkt noch börsennotiert und sollte nach der Transaktion vom Kurszettel genommen werden. Insgesamt kaufte BC das Unternehmen für kolportierte 900 Mio. bis 1,2 Mrd. EUR, weitere 800 Mio. EUR

⁷³ Siehe DIE ZEIT vom 09.06.2005.

kamen als Darlehen von den Banken, vor allem von der Dresdner Bank und der HypoVereinsbank. In dieser Zeit arbeitet BC daran, das Unternehmen zu modernisieren, Arbeitsabläufe werden verbessert, Forschung und Entwicklung werden ausgebaut, und die Produktpalette wird erweitert. Die Investitionen steigen. Die Zahl der Mitarbeiter bleibt konstant. Allerdings verschieben sich die Stellen teilweise ins Ausland, allerdings in guter Zusammenarbeit mit Betriebsrat und der IG Metall. Erst im Jahr 2003 zieht BC Geld für Kaufpreis und Zinsen aus dem Unternehmen, insgesamt sollen es 350 Mio. EUR gewesen sein, die BC als Eigentümer aus Grohe herauszog.

Im Jahr 2004 verkauft BC das Unternehmen an die beiden PE-Fonds Texas Pacific Group und den PE-Arm der Credit Suisse für 1,5 bis 1,8 Mrd. EUR⁷⁴ plus Übernahme der Verbindlichkeiten. Die neuen Investoren tauschen das Management aus, restrukturieren die Schulden des Unternehmens, was zusätzlich Grohe mit etwa 20 Mio. EUR im Jahr belastet, und beauftragen McKinsey, mögliche Kostensenkungen zu identifizieren. Das Ergebnis sieht einen massiven Abbau von Stellen und Produktionskapazitäten in Deutschland vor und eine Ausdünnung der Produktpalette. Die Gründe für diese Maßnahmen liegen laut Experten darin, dass beide Fonds das Unternehmen viel zu teuer von BC erworben haben und nun dringend Cash Flows für die Rückzahlung des Kaufpreises brauchen. Es besteht die Gefahr, dass Grohe am Ende nur noch eine Holding in Deutschland ist, während die gesamte Produktion in Portugal und Thailand stattfindet. Das Beispiel Grohe zeigt Licht und Schatten von Private Equity, der erste Investor BC brachte das Unternehmen nach vorne, dem zweiten Investor fehlt offensichtlich eine klare Strategie, da er erst nach dem Kauf überhaupt anfang, das Unternehmen gründlich zu untersuchen.

3.10.4. Bundesdruckerei

Dass es nicht nur Beispiele gibt, bei denen die Firma durch den Investor Schaden nimmt bzw. in denen der Investor von seinem Engagement profitiert, zeigt die Bundesdruckerei. Ursprünglich im Staatsbesitz, sollte sie im Jahr 2000 privatisiert werden. Zu diesem Zeitpunkt herrschte noch Euphorie an den Börsen, so dass das Interesse der Bieter anfangs groß war. Aber zu diesem Zeitpunkt war bekannt, dass die Bundesdruckerei Verluste machte und bereits seit dem Jahr 1994 die Hälfte der Belegschaft abgebaut hatte. Die meisten Investoren, unter anderem der französische Schlumberger Konzern, favorisierten eine Zerschlagung des Konzerns und waren vor allem an der Chipkartenproduktion interessiert. Aus politischen Gründen entschied sich der Bund am Ende für APAX, die das Unternehmen erhalten und schnell an die Börse führen wollte.

⁷⁴ Siehe FAZ-Online 27.05.2005.

APAX zahlte 1,1 Mrd. EUR, hatte sich aber leider verrechnet. Erstens brachen die Umsätze in der vorher so erfolgreichen Chipkartensparte ein, da die Durchdringung der Mobiltelefone viel schneller erfolgte als erwartet. Die Bundesdruckerei war führend in der Herstellung von Telefonkarten für Telefonzellen, die immer weniger benutzt wurden. Dazu war das Banknotendruckgeschäft nur während der Euro-Einführung wirklich gewachsen, danach rutschte es in die Verlustzone. Da sich das Börsenklima zeitgleich abkühlte, war auch der Börsengang unmöglich geworden. APAX besaß eine Firma, die Verluste machte und kaum Potential erkennen ließ. In einer Rettungsaktion verkaufte APAX die Druckerei an eine Auffanggesellschaft für einen Euro.

Grundsätzliche Wirkungen für die betroffenen Firmen

Neben den oben beschriebenen Beispielen haben wir weitere Unternehmen in Deutschland kursorisch untersucht. Es gibt keine Anzeichen, dass deutsche Firmen, die von Private Equity-Fonds finanziert oder gekauft wurden, in der Regel zerschlagen, ausgeblutet oder zerstört wurden. Es gibt jedoch Fälle, in denen die Fonds sehr aggressiv und manchmal wenig fachkompetent versucht haben, das gekaufte Unternehmen zu verändern. In einigen Fällen war die Strategie falsch, manchmal waren die eingesetzten Manager operativ nicht in der Lage, ihre Pläne umzusetzen. Erfolgreiche Strategie und/oder Managementfehler gibt es allerdings auch in Firmen, die ohne Private Equity arbeiten. Firmenzerschlagungen und Asset-Stripping gibt es auch in Deutschland, nur konnten wir keine besondere systematische Neigung von PE-Firmen erkennen, solche Strategien zu unternehmen. Vielmehr sind es üblicherweise Wachstums- und Erhaltungsstrategien, die zu Anwendung kommen.

Konsequenzen für die Beschäftigten

Ein Unternehmensverkauf führt immer zu Veränderungen, die negative Auswirkungen auf die Arbeitsplätze haben können. Die Frage ist, ob es bei Private Equity-Firmen grundsätzlich problematischer ist als bei anderen Käufern. Die Alternative ist ja häufig der Verkauf an ein anderes Unternehmen oder eine Fusion. Nur ist gerade im letzten Fall die Gefahr des Arbeitsplatzabbaus größer. Da durch die Fusion oder den Kauf „Synergien“ erzielt werden sollen, indem Doppelfunktionen gestrichen werden, ist der Verlust von Arbeitsplätzen in diesem Fall relativ üblich. Dazu wird der Käufer des Unternehmens stets versuchen, die Profitabilität zu erhöhen, was weitere Einsparungen mit sich bringt. PE-Firmen können bei einem Buy Out keine solchen Synergien heben. Ihnen bleibt nur, das Unternehmen profitabler zu machen. Auf die Hebung von Synergieeffekten haben die betroffenen Arbeitnehmer kaum Einfluss, denn wenn es z. B. zwei Marketingabteilungen gibt, wird vermutlich eine geschlossen. Im Gegensatz dazu haben Arbeitnehmer eher eine Chance, zur Erhöhung der Profitabilität Arbeitsplatz erhaltende Maßnahmen vorzuschlagen. Die Beschäftigten sollten sich daher

frühzeitig die jeweiligen Private Equity-Fonds anschauen, um jene zu identifizieren, die für das jeweilige Unternehmen oder die Branche das beste Know-how mitbringen. Als Faustregel mag gelten, je bessere Kenntnisse die PE-Manager von lokalen Besonderheiten haben und je mehr Industrie-Erfahrung im Fonds versammelt ist, desto besser wird eine Zusammenarbeit funktionieren. Aber die grundsätzliche Feststellung, dass es gut ist, wenn Unternehmen möglichst hohe Gewinne erwirtschaften, trifft auch auf PE-Firmen zu.

3.11. Ansätze und Probleme von Regulierungsversuchen

In der aktuellen Diskussion wird häufig eine Kontrolle oder Regulierung der Privat Equity-Industrie gefordert⁷⁵. Wie oben beschrieben, ist Private Equity wenig transparent und kaum reguliert. Regeln bestehen für PE-Fonds in Deutschland im Grunde nur dann, wenn Klein- und Privatanleger berührt sind. Die Zahl der für Kleinanleger offenen Private Equity-Anlagen ist daher überschaubar, es sind in der Regel Dach-Fonds, die nicht direkt in Buy Outs oder Venture Capital investieren, sondern wiederum in andere Private Equity-Fonds. Natürlich könnte man in Deutschland aktive Private Equity-Fonds zwingen, ihre Investments offen zu legen. Aber anders als Hedge-Fonds sind PE-Fonds sehr daran interessiert, ihre Erfolge beim Unternehmenskauf zu publizieren. Jede Transaktion wird von Presseerklärungen begleitet, und jeder unternehmerische Erfolg einer Beteiligung wird veröffentlicht. Weder erkennen wir die Ratio noch die Notwendigkeit einer solchen erzwungenen Transparenz. Bei Publikumfonds gelten ohnehin strenge Regeln. Die Investoren in PE-Fonds sind zudem gewichtige Partner, die keine gesetzliche Hilfe brauchen, um ihre Informationsbedürfnisse gegenüber den Fonds sicherzustellen. Das ist nur eine an einem Engagement beteiligte Partei.

Eine andere Frage ist, ob die Investoren in Private Equity-Fonds, die das Geld von Anlegern verwalten, also Banken, Versicherungen und Pensionsfonds, in Zukunft ihre Engagements im Detail veröffentlichen sollten. Bislang sind die Zahlen hoch aggregiert und lassen kaum Rückschlüsse auf den Erfolg der Investments zu. Die Politik von Calpers in den USA ist hier vorbildlich. **Diese Maßnahmen würden den Anlegern in Fonds und Lebensversicherungen helfen.**

Die dritte Frage ist, ob der Staat tatsächlich so investieren sollte, wie er im Moment investiert, und ob er das nicht offen legen muss. Die Aktivitäten der KfW-Gruppe und anderer Institutionen sind kaum nachvollziehbar und von den Investments der großen Landesbanken erfährt man erst, wenn die Krise bereits da ist. Wir befürworten eine jährliche Veröffentlichung

⁷⁵ Hinsichtlich der Attraktivität Deutschlands für Private Equity-Investoren siehe die jüngste Studie des ZEW: „Schwächen und Stärken der Rahmenbedingungen für das Private-Equity-Geschäft in Deutschland“, <http://idw-online.de/pages/de/news114177>

aller Investments staatlicher Institutionen, sowohl was die Höhe der Einzelinvestitionen betrifft, als auch deren jährliche Rendite. Ob Venture Capital und regionale Wirtschaftsförderung tatsächlich ähnliche Interessen und Ziele haben und ob der Staat den Risikokapitalgesellschaften das Risiko abnehmen sollte, bleibt mindestens umstritten. **Mehr Transparenz an dieser Stelle würde den Steuerzahlern zu Gute kommen.**

Beschränkungen der Rechtsform oder spezielle sanktionierende Steuermodelle für PE-Fonds sind wegen der zu erwartenden Ausweichreaktionen und rechtlichen Schwierigkeiten nicht Erfolg versprechend. Zudem stellt sich wiederum die Frage, was damit erreicht werden soll. Wenn politisch gewollt ist, dass Unternehmen andere Unternehmen erwerben dürfen, und wenn man dazu auch keine Diskriminierung zwischen deutschen, europäischen und sonstigen Käufern betreiben will (und auf EU Ebene auch nicht darf), können wir keine Regulierungsansätze erkennen, die sinnvoll und vereinbar mit einem marktwirtschaftlichen System sind.

Der Vorwurf, die gekauften Unternehmen würden von den Schulden erdrückt, rechtfertigt ebenfalls keine staatliche Regulierung. Das Verhältnis von Eigen- zu Fremdkapital ist in jeder Industrie und in jeder Einzelfirma eine individuell zu treffende Entscheidung. Bei einer zu niedrigen Eigenkapitalquote in Folge eines Buy Outs würden als erstes die beteiligten Banken als Kreditgeber protestieren. Dass Firmen Kapitalkosten erwirtschaften müssen (Gewinn und Zins), ist keine Erfindung ausländischer Private Equity-Fonds. Ziehen sie zuviel Geld aus dem Unternehmen, kann es nicht investieren und wird in Zukunft kaum wachsen. Wächst es nicht, wird der Fonds es bei einem Exit zu einem niedrigen Preis weiterverkaufen müssen. Daher muss er ebenfalls bemüht sein, eine tragfähige Balance zu finden. Eine staatlich vorgeschriebene Schuldenquote wird den betroffenen Firmen daher kaum helfen.

4. Hedge-Fonds

4.1. Abgrenzung und Organisationsform

Wie bereits im zweiten Kapitel erläutert, ist die Definition von Hedge-Fonds schwierig: Der englische Begriff „hedge“ bedeutet übersetzt „absichern“. Der Name rührt daher, dass Hedge-Fonds sich ursprünglich auf risikoarme, abgesicherte Anlagen konzentriert haben.

Die ersten Hedge-Fonds wurden bereits vor fünfzig Jahren gegründet; Anzahl und Volumen sind jedoch vor allem in den letzten zehn Jahren gestiegen.

Die ursprüngliche Anlageidee von Hedge-Fonds bestand darin, geringe Kursunterschiede von Wertpapieren an verschiedenen Handelsplätzen auszunutzen (Arbitragegeschäft, auch als „market neutral strategy“ bezeichnet). Da bestimmte Abweichungen festen Mustern folgen, ist dieses Geschäft im Prinzip sehr risikoarm (Details siehe Abschnitt 4.5). Um mit solchen Transaktionen Geld zu verdienen, wird ein Teil der Käufe durch Kredite finanziert („leverage“).

Eine weitere Anlagekategorie umfasst Strategien, bei denen der Hedge-Fonds auf eine Marktbewegung in eine bestimmte Richtung setzt. Sie werden als „Long-Short“-Strategien bezeichnet, mit denen die relative Kursbewegung von zwei Wertpapieren desselben Marktes zu einander ausgenutzt werden soll. Das geschieht dadurch, dass mit dem Fondsvermögen Papiere gekauft werden, in denen Wertsteigerungspotenzial vermutet wird („Long“). Diese Papiere dienen als Sicherheit für eine zweite, zeitlich parallele Transaktion, bei der der Fonds sich gegen eine Gebühr Wertpapiere leiht, bei denen ein Kursrückgang erwartet wird („Short“). Der Fonds verkauft diese Papiere und erwartet, sie später günstiger zurückzuerwerben und dem Eigentümer zurückgeben zu können („Leerverkauf“). Bei dieser Strategie besteht kein Risiko aus Kursschwankungen des ganzen Marktes, sie würden sich gegenseitig stets aufheben. Chance und Risiko dieser Strategie liegen lediglich in der relativen Kursbewegung der erworbenen Papiere.

International sind Investmentfonds streng reguliert, das gilt insbesondere für den weltweit größten Anlagemarkt, die USA. Die zuvor beschriebenen Transaktionen von Hedge-Fonds (Kreditaufnahme durch einen Fonds, Leerverkauf) sind in allen relevanten Industriestaaten für öffentlich angebotene Fonds nicht zulässig.

Deshalb werden Hedge-Fonds üblicherweise nicht als Fonds organisiert, sondern als „Limited Partnership“, etwa vergleichbar einer deutschen GmbH & Co. KG. Die Anleger beteiligen sich also an einem Unternehmen, haften aber nur mit ihrer Einlage. Um allen denkbaren Regulierungen zu entgehen, werden die Gesellschaften oft in regulierungsarmen Ländern in der Karibik registriert. Selbst für solche legalen Anlagen darf in den USA keine Werbung

gemacht werden; der öffentliche Vertrieb ist nicht zulässig (inzwischen wurden die Regeln in Deutschland und auch in den USA gelockert; ein öffentlicher Vertrieb ist mit strengen Auflagen gestattet).

Im Ergebnis ist die Transparenz von Hedge-Fonds sehr begrenzt. Da sie nicht der Regulierung unterliegen, wie sie für Investmentfonds gilt, wird ihr Handeln nicht durch die Kapitalmarktaufsicht überwacht. Da sie zugleich nicht öffentlich vertrieben werden dürfen, sind auch keine Vertriebsprospekte verfügbar.

Die Gebühren von Hedge-Fonds sind, verglichen mit sonst üblichen Gebühren für Investmentfonds, außerordentlich hoch: Üblich sind bei Hedge-Fonds Grundgebühren von bis zu zwei Prozent des Fondsvolumens, hinzu kommt ein Anteil von 20 % der erwirtschafteten Gewinne⁷⁶ (einige erfolgreiche Fonds verlangen noch höhere Erfolgsbeteiligungen von bis zu 40 %)⁷⁷. Anleger können oft nur begrenzt, z. B. einmal jährlich, ihre in einem Hedge-Fonds angelegten Mittel kündigen.

Die hohen Gebühren sind sicher ein Grund, warum Hedge-Fonds heute bei Fondsmanagern so beliebt sind. Einem Bonmot der Finanzbranche nach handelt es sich bei Hedge-Fonds um ein „neues Bezahlungsmodell für Fondsmanager, das so tut, als wäre es eine Anlageform“. In den letzten Jahren ist zu beobachten, dass Hedge-Fonds zunehmend auch in Marktsegmenten klassischer Investment- oder Private Equity-Fonds tätig sind – ausgenommen eben die Gebühren (weitere Details im Abschnitt 4.5).

4.2. Anzahl und Fondsvolumen von Hedge-Fonds

Aufgrund der unscharfen Definition und der fehlenden Regulierung sind präzise Zahlen nicht erhältlich. Die besten Zahlen, die auch in der Wirtschaftspresse zitiert werden, kommen von einigen spezialisierten Consulting-Firmen, die ihrerseits auf freiwillige Angaben der Beteiligten angewiesen sind.⁷⁸ Bis heute gibt es weder ein öffentliches Register noch Ratings.

Weltweit wird die Zahl der Hedge-Fonds auf etwa 8.000 geschätzt.⁷⁹ Dabei ist zu beachten, dass es eine erhebliche, aus den Zahlen nicht erkennbare Fluktuation gibt. Alleine im Jahre 2004 wurden 270 Fonds aufgelöst. Die Anzahl der Fonds gibt nur ein ungenaues Bild über den

⁷⁶ Geld wie Konfetti, Spiegel Online vom 06.06.2005.

⁷⁷ The new money man, in: Economist vom 17.02.2005.

⁷⁸ Insbesondere Hedge Fund Research und TASS.

⁷⁹ Die Studie von Hedge Fund Manager und CorrectNet per 11/04 kommt auf über 12.000 Fonds mit Assets von über 1,5 Bio USD.

Sektor und das von den Fonds verwaltete Vermögen. Letzteres hat sich in den vergangenen Jahren dramatisch erhöht.⁸⁰

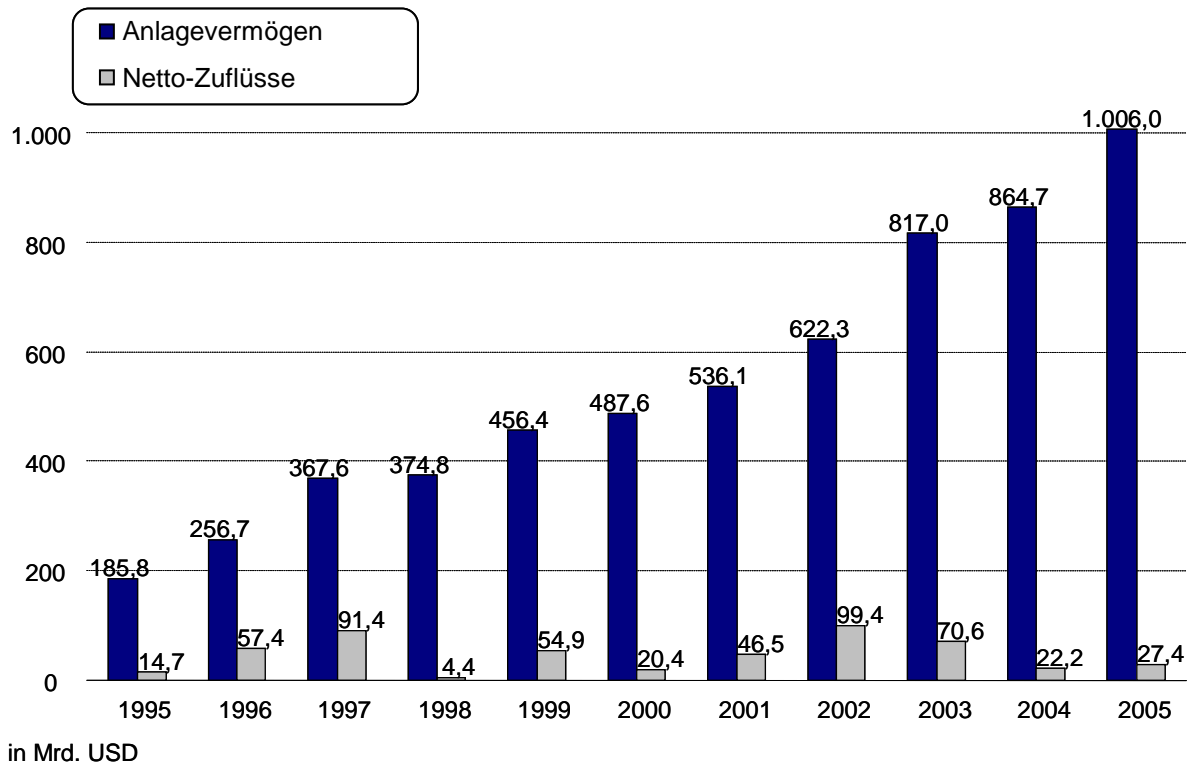


Abbildung 20 : Entwicklung Hedge-Fonds weltweit

In Deutschland können seit Anfang 2004 so genannte Dach-Fonds mit Genehmigung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) aufgelegt und vertrieben werden. Bis April 2005 waren in Deutschland 17 (nach anderen Angaben 32) Fonds durch die BaFin zugelassen, zehn weitere befanden sich in der Zulassungsprüfung.⁸¹ Dabei sind in Deutschland keine Einzelfonds zugelassen, sondern nur so genannte „Dach-Fonds“, die ihrerseits in einzelne Fonds investieren können.

⁸⁰ Quelle: Hedge Fund Research.

⁸¹ Hoffnung nach mühsamem Start, in: Financial Times Deutschland vom 13.05.2005, Seite A1.

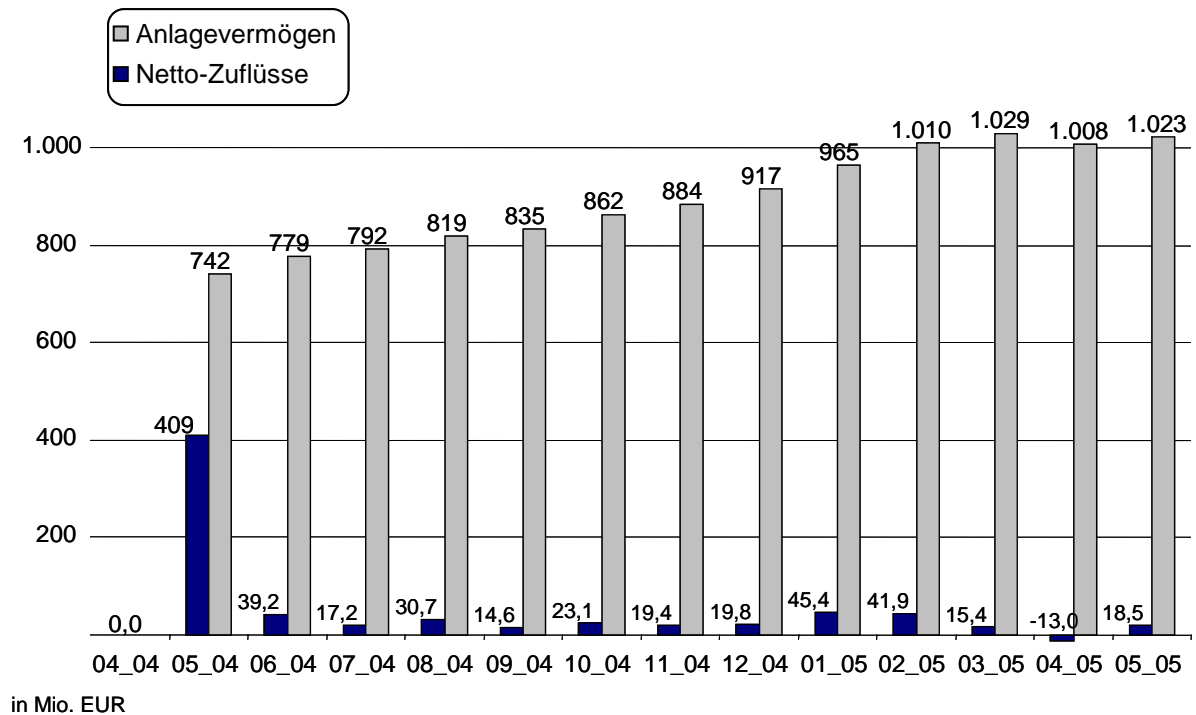


Abbildung 21: Fondsvolumen und Nettozuflüsse Hedge-Fonds
Deutschland 2004/05

Das Volumen von deutschen Fonds ist bislang sehr gering und auch hinter den Erwartungen der Branche zurückgeblieben.⁸² Nach der Statistik des deutschen Branchenverbandes BVI sind im ersten Quartal 2005 1,02 Mrd. EUR in deutschen Fonds investiert, nach einer anderen Schätzung bereits 1,7 Mrd. EUR.⁸³ Vor dem Hintergrund, dass der Fondsvertrieb erst Anfang 2004 begonnen hat, erscheint dieser Betrag beeindruckend. Dies ist allerdings vor dem Hintergrund zu betrachten, dass weltweit im Jahr 2004 – einem ausgesprochenen Krisenjahr für Hedge-Fonds – die Nettozuflüsse der Hedge-Fonds (d. h. nach Abzug zurückgezahlter Investments) 22 Mrd. USD betragen, im ersten Quartal 2005 bereits 27,4 Mrd. USD. Offenbar investieren auch deutsche Anleger weiterhin lieber in ausländische Fonds: Nach einem Pressebericht haben deutsche Investoren 2004 alleine in nicht-deutsche Hedge-Fonds von Goldman Sachs über 1 Mrd. EUR investiert.⁸⁴

Zusammenfassend ist festzustellen, dass das in Hedge-Fonds angelegte Volumen in den letzten Jahren stetig angestiegen ist. Gegenüber den klassischen Investmentfonds ist ihr Volumen allerdings bis heute gering.

⁸² Diese Zahlen stammen vom Branchenverband BVI und wurden in der Presse zitiert. Die offensichtliche Inkonsistenz zwischen den Zuflüssen und dem Volumen konnte nicht geklärt werden.

⁸³ Weltweit auf Wachstumskurs, in: Financial Times Deutschland vom 13.05.2005, Seite A1.

⁸⁴ Hoffnung nach mühsamem Start, in: Financial Times Deutschland vom 13.05.2005, Seite A1.

4.3. Investoren in Hedge-Fonds

Wie bereits im zweiten Abschnitt dargelegt, ist die Zahl großer Institutionen, die Geld am Kapitalmarkt anlegen, in den USA deutlich höher als in Mitteleuropa. Je nach Struktur unterliegen diese Investoren unterschiedlich strengen Regeln hinsichtlich ihrer Anlagestrategie: Versicherungen und Pensionsfonds unterliegen im Allgemeinen strengeren Regeln hinsichtlich ihrer Anlagen als Stiftungen. Anders als in Deutschland werden die Regeln zur Geldanlage allerdings nicht gesetzlich vorgegeben, sondern ergeben sich aus den Satzungen der Organisationen oder aus Beschlüssen der Aufsichtsgremien.

Nach einer Studie der Bank of New York hatten institutionelle Investoren aus den USA Ende 2003 etwa 66 Mrd. USD in Hedge-Fonds investiert, davon stammte die Hälfte von Stiftungen.⁸⁵

Andere Quellen belegen, dass insbesondere die Stiftungen der Universitäten und Colleges in den USA einen großen Anteil an Hedge-Fonds und an ihrem Wachstum haben. So hat die Stiftung der Universität Yale, die als eine der erfolgreichsten Anleger der USA gilt, etwa 25 % ihres Vermögens von ca. zwölf Mrd. USD in Hedge-Fonds investiert. Der Durchschnitt für Universitätsstiftungen liegt bei 15 %.⁸⁶

Hingegen ist die bei weitem größte Gruppe institutioneller Investoren, die Pensionsfonds, deutlich zurückhaltender. 1998 hatten erst 2 % aller US-Pensionsfonds überhaupt in Hedge-Fonds investiert. Eine OECD-Statistik weist aus, dass Ende 2002 von den rund sechs Bio. USD Vermögen der US-Pensionsfonds nur 5,6 % in „Alternative Assets“ investiert waren, zu denen Private Equity- und Hedge-Fonds gehören. Der Anteil in den anderen OECD-Staaten liegt deutlich niedriger.⁸⁷

Die oben erwähnte Studie der Bank of New York geht davon aus, dass in den kommenden Jahren insbesondere Pensionsfonds verstärkt in Hedge-Fonds investieren werden. Das wird bestätigt durch Ankündigungen einiger Pensionsfonds (z. B. der Fonds für den öffentlichen Dienst des Staates New York und der Pensionskassen der Lehrer von Texas und Ohio), selbst verstärkt in Hedge-Fonds investieren zu wollen.

Für deutsche Investoren war bis 2004 eine Anlage in Hedge-Fonds kompliziert. Das Auflegen eines Fonds nach deutschem Recht war aufgrund der Bestimmungen des Kapitalanlagegesetzes praktisch unmöglich; das Investment in einen ausländischen Fonds war

⁸⁵ Bank of New York/Casey, Quirk & Acito: Institutional Demand for Hedge-Funds, September 2004. Die in dieser Studie zitierten Gesamtbeträge passen nicht zu den Gesamtwerten. Der Widerspruch ist nicht aufklärbar.

⁸⁶ The Yale Endowment 2004, Seite 9.

⁸⁷ OECD, Global Pension Statistics Project, Update Mai 2005.

aus steuerlichen Gründen gemäß Auslandsinvestitionsgesetz unattraktiv. Alternativ bestand die Möglichkeit, über Indexzertifikate nach deutschem Recht deutsche Anleger an der Entwicklung eines ausländischen Hedge-Fonds teilhaben zu lassen.⁸⁸ Mit der bereits erwähnten Öffnung des deutschen Marktes durch das Investmentmodernisierungsgesetz Anfang 2004 sind jetzt auch in Deutschland Dach-Fonds prinzipiell möglich; das tatsächliche Anlagevolumen ist bis heute jedoch sehr gering (siehe oben).

4.4. Profitabilität von Hedge-Fonds

Aufgrund der Datenlage ist es schwierig, Informationen zur Profitabilität von Hedge-Fonds zu erhalten. Die immer wieder berichteten Beispiele für hohe Verzinsungen sind offensichtlich Einzelfälle – weniger erfolgreiche Fonds berichten einfach nicht.

Hedge Fund Research erhebt einen Index, der die Wertentwicklung von Hedge-Fonds misst; Methodik und Messgenauigkeit dieses Indexes lassen sich leider nicht überprüfen.⁸⁹

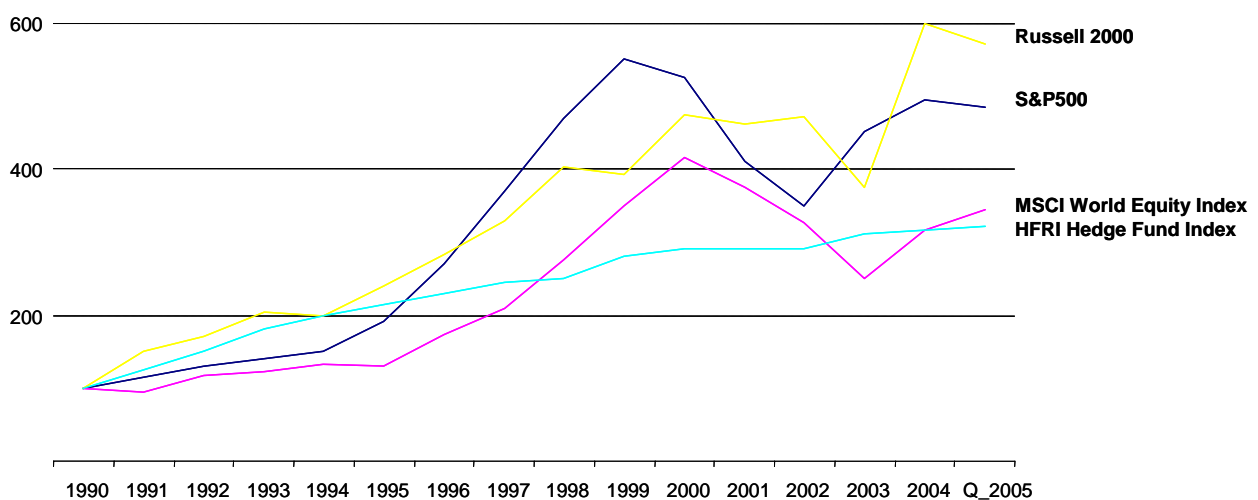


Abbildung 22: Wertentwicklung Hedge-Fonds im Vergleich zu Aktienindices 1990 – 2005

Der Index zeigt, dass Hedge-Fonds über die letzten fünfzehn Jahre stabile Wertsteigerungen erzielt haben, allerdings dabei insgesamt hinter den Aktienindices zurückgeblieben sind. Dies entspricht dem Anspruch der Hedge-Fonds auf „absolute return“, d. h. ihrem Ziel, eine positive

⁸⁸ Berger, Hannu, Steck, Kai-Uwe: Die Regulierung von Hedge Fonds in Deutschland, Arbeitspapier, Frankfurt 2003.

⁸⁹ Quelle: Dead or just resting?, in: Economist vom 26.05.2005.

Mindestrendite zu realisieren.⁹⁰ Der (ursprüngliche) strategische Ansatz der Hedge-Fonds bestand darin, unabhängig von Bewegungen des Gesamtmarktes stets zumindest leicht positive Renditen zu erwirtschaften. Ein Vergleich der Renditen mit klassischen Investmentfonds wird deshalb in der Branche abgelehnt. Als „Vorzeigekunde“ hat die Stiftung der Yale-Universität über die letzten zehn Jahre durchschnittlich über zwölf % Rendite mit ihrem Hedge-Fonds-Investments erwirtschaftet.⁹¹

Zuletzt ist die Hedge-Fonds-Industrie allerdings in die Krise geraten. Einige Fonds haben Ende 2004 und Anfang 2005 massiv Geld verloren, der Hedge-Fonds-Index von MSCI zeigt für die ersten vier Monaten 2005 eine Rendite von – 0,6 %;⁹² ähnliche Zahlen berichtet Hedge Fund Research.⁹³

Die Ursachen hierfür sind vielfältig: Zum einen sind die Gelegenheiten, mit Arbitrage risikoloses Geld zu verdienen, sehr begrenzt. Ein Ökonom des MIT hat 1998 das potenzielle weltweite Gewinnvolumen aus Arbitragegeschäften auf 50 Mrd. USD geschätzt.⁹⁴ Ein weiterer Grund könnte darin liegen, dass bestimmte Strategien nur opportunistisch anwendbar sind, d. h. so lange ein Hedge-Fonds mit wenig Volumen einem großen Markt gegenübersteht. Wird das Volumen des Hedge-Fonds zu groß oder agieren zu viele Hedge-Fonds in die gleiche Richtung, funktioniert die Strategie nicht mehr, da sich die Kursunterschiede ausgeglichen haben.

Zum anderen hat durch die in den letzten Jahren dramatisch gestiegene Nachfrage nach Hedge-Fonds möglicherweise die Qualität der Manager gelitten. Etliche renommierte Fonds nehmen zurzeit nach Branchenberichten keine oder nur noch sehr begrenzte Anlegergelder mehr an.⁹⁵ Die Nachfrage nach Hedge-Fonds-Anlagen wird durch weniger erfahrene Branchenneulinge befriedigt, die neue Fonds auflegen.

4.5. Anlagestrategien

4.5.1. Arbitrage („market neutral strategy“)

Die Arbitragestrategie haben wir bereits in allgemeiner Form im Abschnitt 4.1 dargestellt. Wie gesagt, werden dabei geringe Kursunterschiede von Wertpapieren ausgenutzt. Das Arbitragegeschäft kann weiter unterteilt werden nach den gehandelten Wertpapieren. Die

⁹⁰ Im Unterschied dazu versuchen traditionelle Fondsmanager, eine relative Performance zu erzielen, indem sie sich an einer Benchmark messen, z. B. an einem Index.

⁹¹ The Yale Endowment 2004, Seite 9.

⁹² Morgan Stanley Capital International Hedge Fund Index, www.msci.com

⁹³ Dead or just resting?, in: Economist vom 26.05.2005.

⁹⁴ Stephen Ross, zitiert nach The Risk Business, in: Economist vom 15.10.1998.

⁹⁵ The new money man, in: Economist vom 17.02.2005.

Kategorie „Fixed Income Arbitrage“ bezeichnet Arbitragegeschäfte im Anleihemarkt (Schuldverschreibungen von Unternehmen und Staaten), die Kategorie „Convertible Arbitrage“ umfasst Geschäfte, bei denen Kursdifferenzen zwischen Wandelanleihen und den zugehörigen Aktien ausgenutzt werden. Üblicherweise bestehen zwischen den – zu definierten Konditionen in Eigenkapital umwandelbaren – Wandelanleihen und den entsprechenden Aktien geringfügige Kursdifferenzen, die nach der Wandlung natürlich verschwinden und die entsprechend genutzt werden können.

Die Kategorie „Equity Market Neutral“ hat entgegen ihrem Namen nichts mit Arbitragegeschäften zu tun und wird deshalb später behandelt.

4.5.2. Long-Short-Strategie

Bei dieser klassischen Hedge-Fonds-Strategie werden die relativen Preisunterschiede von zwei Wertpapieren (i. A. Aktien) ausgenutzt. Dazu erwirbt der Fonds Papiere, in denen Wertsteigerungspotenzial vermutet wird („Long“). Diese Papiere dienen als Sicherheit für eine zweite, zeitlich parallele Transaktion, bei der der Fonds sich gegen eine Gebühr Wertpapiere leiht, bei denen ein fallender Kurs erwartet wird („Short“). Der Fonds verkauft diese Papiere und erwartet, sie später günstiger zurück erwerben und dem Eigentümer zurückgeben zu können („Leerverkauf“). Bei dieser Strategie besteht kein Risiko aus Kursschwankungen des ganzen Marktes. Diese würden sich in den beiden Positionen gegenseitig aufheben. Chance und Risiko dieser Strategie liegen lediglich in der relativen Kursbewegung der erworbenen Papiere zu einander. Aufgrund des niedrigen Risikoprofils dieser Strategie – wie auch der eng verwandten Arbitrage-strategie - ist es üblich, durch erhebliche Kreditaufnahmen („Leverage“) die Gewinnchancen zu erhöhen. Nach dem Kollaps von LTCM, die mit einem Leverage von 1:30 solche Geschäfte realisierte (siehe Abschnitt 4.6), ist allerdings das Risikobewusstsein gewachsen; der durchschnittliche Leverage ist gesunken.

4.5.3. Global Macro/Event Driven

Ein zunehmender Anteil der Hedge-Fonds investiert je nach Gelegenheit in unterschiedlichen Märkten, also Aktien, Anleihen, Währungen, Rohstoffe usw. Sie werden heute als „Global Macro“ und als „Event Driven“ bezeichnet. Dabei können sie ihre Strategien und ihren Anlagefokus jederzeit verändern. Diese Strategien sind risikoreich, es besteht - außer der Einschätzung des Fondmanagers - keine Sicherheit, dass sich die Kurse nicht in eine andere Richtung entwickeln als vermutet. Das bekannteste Beispiel für eine erfolgreiche Strategie von Macro-Fonds sind die erfolgreichen Währungsspekulationen der Hedge-Fonds (vor allem Quantum und Tiger) gegen das britische Pfund 1992 und gegen mehrere asiatische Währungen 1997. Diese sollen im Abschnitt 4.6 ausführlicher behandelt werden.

4.5.4. *Equity Market neutral/Equity market timing*

Der verwendete Begriff legt nahe, dass es sich um eine risikoarme Strategie handelt. Tatsächlich handelt es sich um Aktieninvestitionen durch Fonds. Gegenstand sind Papiere, die gegenüber der Branchenentwicklung zurückliegen. Im Prinzip handelt es sich also um „normale“ Aktienanlagestrategien, die sich nicht wesentlich von den Aktivitäten anderer Aktienfonds unterscheiden.

4.5.5. *Merger*

In den letzten Jahren haben Hedge-Fonds begonnen, Informationsvorsprünge im Rahmen von Firmenübernahmen (Merger) zur Vermeidung von Fehlbewertungen in der Übernahmephase zu nutzen. Besonders geeignet sind dafür Firmen mit unterschiedlichen Klassen von Aktien (Stamm- und Vorzugsaktien), die sich im Vorfeld von Mergern oft preislich unterschiedlich entwickeln. Oft wird die Strategie auch als „Merger Arbitrage“ bezeichnet, der Arbitrage-Begriff ist allerdings oft unzutreffend; es handelt sich um risikoreiche Strategien. In Deutschland öffentlich geworden sind zuletzt die Beteiligungen von Hedge-Fonds im Rahmen der Übernahme von Celanese und von Wella (siehe Abschnitt 4.6).

4.5.6. *Distressed Assets/Securities*

Als „Distressed Assets“ werden Vermögenswerte, Anleihen oder Schuldenpakete bezeichnet, die sich in einer Krise befinden und deren Eigentümer kurzfristig Geld benötigen (z. B. Banken mit notleidenden Darlehen). In den letzten Jahren haben Hedge-Fonds solche Pakete übernommen. Dabei spielt oft eine Rolle, dass der Verkäufer dringend liquide Mittel benötigt und deshalb die Vermögenswerte mit einem Abschlag verkauft.⁹⁶

4.5.7. *Dach-Fonds (Fund of Funds)*

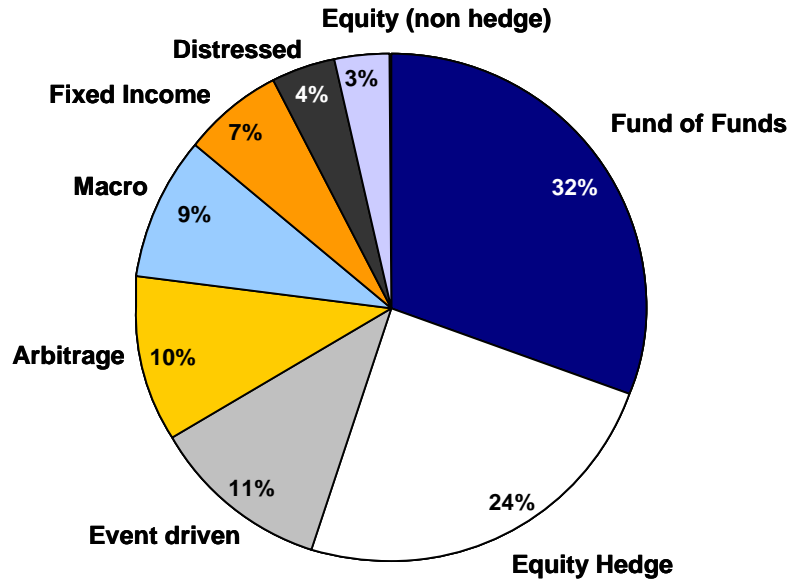
Dach-Fonds sind in den letzten Jahren sehr populär geworden und haben erheblich zum Wachstum der Hedge-Fonds beigetragen. Zum einen ist in einigen Ländern, so auch in Deutschland, der Vertrieb von Dach-Fonds zugelassen worden, zum anderen werden sie heute an eine breite Zielgruppe als wenig riskante, aber hochprofitable Anlageform vertrieben. Dach-Fonds investieren in ein Portfolio aus Hedge-Fonds.

⁹⁶ Ein Beispiel war der massive Erwerb von peruanischen Staatspapieren durch den Hedge-Fonds Elliott kurz vor einer geplanten Umschuldung. Elliott weigerte sich, der Umschuldung zuzustimmen, bis man dem Fonds eine Sonderzahlung von 50 Mio. USD anbot.

4.5.8. Verteilung des Fondsvolumens auf die Strategietypen

Da die Terminologie der Strategietypen in der Branche nicht standardisiert ist und etliche Strategietypen nicht präzise voneinander abgrenzbar sind, finden sich unterschiedliche Angaben zur Verteilung der Strategietypen. Beide in der Folge dargestellten Grafiken zeigen jedoch eine ähnliche Tendenz. Die beiden klassischen Strategien, Arbitrage und Long/Short Equity, machen etwa die Hälfte des Fondsvolumens aus, die andere Hälfte wird in andere, überwiegend deutlich riskantere Strategien investiert.

Quelle Hedge Fund Research
(Economist 17.2.2005)



Quelle: TASS
(Financial Times Deutschland 13.5.05)

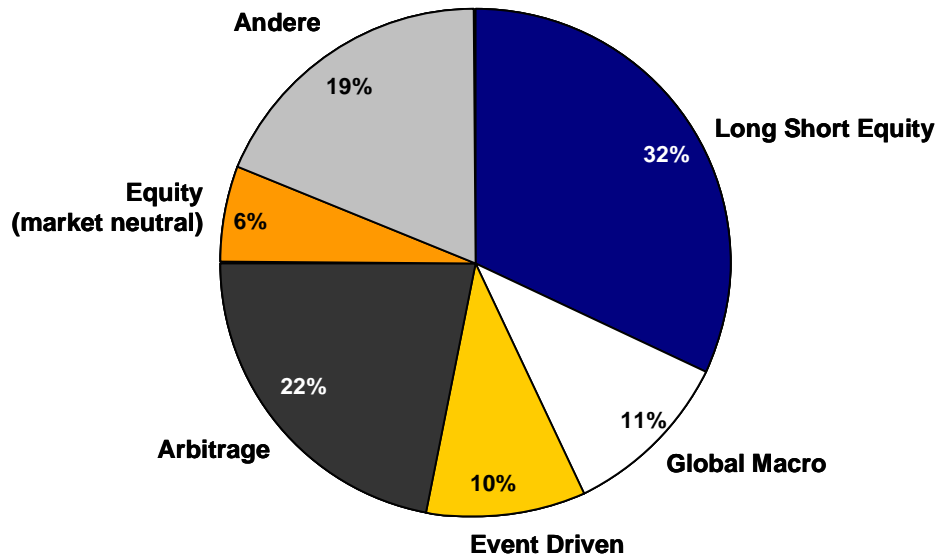


Abbildung 23: Verteilung des Hedge-Fonds-Volumens weltweit nach Strategietypen Ende 2004

4.6. Beispiele für Transaktionen von Hedge-Fonds

4.6.1. Long Term Capital Management (LTCM) ⁹⁷

Am Beispiel des Hedge-Fonds LTCM lässt sich das Arbitragegeschäft als eine der Kernstrategien gut verdeutlichen. LTCM war ein 1994 gegründeter Hedge-Fonds, der aufgrund seines Teams (ein berühmter Wertpapierhändler von Salomon Brothers, zwei Nobelpreisgewinner und ein ehemaliger stellvertretender Chairman der US-Notenbank) einen guten Ruf im Markt besaß. Der Fonds, anfangs mit 1,3 Mrd. USD gestartet, investierte mit hohem Leverage (Verhältnis von Fremd- zu Eigenkapital) in Arbitragegeschäfte. In den Jahren 1995 und 1996 erzielte er so Verzinsungen von über 40 % auf das eingesetzte Kapital; insgesamt wuchs das Kapital auf bis zu sieben Mrd. USD an. 1997 gab der Fonds 2,7 Mrd. USD an die Investoren zurück, da er keine hinreichenden Investmentmöglichkeiten sah.

LTCM war in unterschiedlichen Märkten aktiv. Eines der Arbitragegeschäfte, das der Fonds mit großem Volumen tätigte und das schließlich zur Krise führte, betraf US-Staatsanleihen: Unmittelbar nach Ausgabe von 30-jährigen US-Staatsanleihen werden diese intensiv gehandelt; sie sind liquide („on the run“), d. h. solche Anleihen lassen sich jederzeit gut verkaufen. Nach kurzer Zeit lässt die Intensität des Handels nach, die Anleihen sind weniger liquide („off the run“) und deshalb von Investoren weniger gefragt. Diese Nachfragedifferenz führt dazu, dass – trotz gleicher Zinsen über die Laufzeit - die Kurse für diese Papiere leicht variieren (die neu ausgegebenen Anleihen hatten anfangs stets eine etwa 0,1 % höhere Realverzinsung, die im Laufe der Zeit verschwand).

LCTM kaufte also Staatsanleihen „off the run“ und lieh sich entsprechende „on the run“ – Papiere mit gleicher Laufzeit. Wenn das Zinsniveau insgesamt fiel oder stieg, bedeutete dies kein Risiko, da sich die Effekte der gekauften und der geliehenen Papiere genau ausglich. Der Gewinn lag darin, dass sich im Laufe der Zeit die Kurse der beiden Papiere angleichen, die gekauften Papiere stiegen leicht, die geliehenen Papiere fielen leicht. Bei diesem Geschäft war das Risiko nach damaliger Einschätzung äußerst gering. Um attraktive Gewinne zu erzielen, wurden Kredite aufgenommen („Leverage“). LTCM hielt Anfang 1995 Fondskapital in Höhe von ca. 4,7 Mrd. USD und hatte Kredite von 125 Mrd. USD aufgenommen,⁹⁸ um attraktive

⁹⁷ Quellen für diesen Abschnitt:

Prabhu: Long Term Capital Management – The Risk of Leverage, Arbeitspapier Duke University 2001.

Shirreff, Dave: Lessons From The Collapse Of Hedge Funds Long Term Capital Management 1999.

President's Working Group on Financial Markets: Hedge Funds, Leverage and the lessons of Long Term Capital Management, Bericht für den US-Kongress und US-Senat, April 1999.

Bericht von R. Lindsey, Leiter des Bereich Marktregulierung der SEC, vor dem US-Kongressausschuss für Banken und Finanzmärkte über Hedge-Fonds am 01.10.1998.

⁹⁸ Nicht behandelt werden soll hier der Aspekt, dass der Fonds zusätzlich Derivate mit einem nominalen Volumen von ca. 1,2 Bio. USD hielt. Diese Beträge waren nicht als Vermögenswerte vorhanden, sondern dienten in der Abrechnung mit Handelspartnern als Bezugsgröße für die Ermittlung von Gewinnen.

Gewinne zu erzielen. Neben den US-Staatsanleihen war LTCM in anderen, ähnlich strukturierten Arbitragegeschäften involviert.

Dabei wurde das Ausmaß des Leverage aufgrund von Risikomodellen projektspezifisch errechnet; die beiden Nobelpreisträger Merton und Scholes hatten für genau solche Modelle ihren Nobelpreis erhalten.

Mitte 1998 geriet Russland in die Krise und kündigte an, die Bedienung seiner Staatsschulden zu stoppen. Dies führte zu großen Turbulenzen an den Kapitalmärkten; viele Investoren schichteten Kapital aus Europa in die USA um. Das führte dazu, dass kurzfristig die neu emittierten Staatsanleihen („on the run“) deutlich stärker nachgefragt wurden. Entsprechend stiegen die Zinsen für diese Anleihen – entgegen der sonstigen Entwicklung, auf die LTCM gesetzt hatte. Auch andere Investments von LTCM waren von dieser unerwarteten Marktreaktion betroffen. Im August 1998 entstanden Verluste von 2,1 Mrd. USD. Gemessen am Gesamtvolumen der Investments waren das zwar nur zwei Prozent, aber es waren fast 50 % des eigentlichen, haftenden Investments. So wurden die Kreditgeber nervös und verlangten eine Rückzahlung ihrer Kredite. LTCM geriet unter Zwang, kurzfristig Mittel zur Bedienung dieser Schulden zu beschaffen.

Bei einer kurzfristigen Abwicklung der gesamten Positionen hätte LTCM weitere Verluste erwirtschaftet. Da LTCM ein wertmäßig großer Eigentümer war, hätte dieser Verkauf die Kurse weiter fallen lassen, wodurch LTCM weitere Verluste entstanden wären. Andere Finanzinstitute (insbesondere die großen Investmentbanken) hatten im Arbitragehandel ähnliche Positionen aufgebaut, ein Panikverkauf der LTCM-Papiere hätte einige von ihnen ebenfalls zusammenbrechen lassen.⁹⁹

Um den Zusammenbruch anderer Banken zu verhindern, griff die US-Börsenaufsicht SEC ein und organisierte im September 1998 ein Rettungspaket für LTCM. Mehrere Banken stellten Kapital von 3,5 Mrd. USD zur Verfügung und erhielten dafür 90 % der Anteile an dem Fonds, dessen Eigenkapital zu diesem Zeitpunkt weitgehend aufgezehrt war. Das ermöglichte eine geordnete Abwicklung der Positionen. Nimmt man den Zeitpunkt nach der Rekapitalisierung als Startpunkt, wurden bei der Abwicklung auch wieder Gewinne realisiert. Allerdings haben die US-Steuerbehörden bestimmte gesellschaftsrechtlichen Konstruktionen, die LTCM Mitte

⁹⁹ Exakte Zahlen wurden nie veröffentlicht; nach einem Bericht im „Economist“ hatte LTCM in der Krisenzeit US-Anleihen von 80 Mrd. USD im Bestand, andere Banken jedoch 3 Bio. USD; The Risk Business, Economist vom 15.10.1998.

der neunziger Jahre aus steuerlichen Gründen genutzt hatte, nachträglich für illegal erklärt und 2004 noch zusätzliche Steuerforderungen gestellt.¹⁰⁰

Bei der Aufarbeitung des Falles wurden vor allem zwei Punkte erörtert: Zum einen wurde diskutiert, warum die ausgefeilten Modelle zur Risikobeurteilung – einschlägiges Know-how von zwei am Fonds beteiligten Nobelpreisträgern – die tatsächlichen Risiken offenbar völlig falsch eingeschätzt haben.¹⁰¹ Dabei zeigte sich zum einen, dass das Problem fehlender Liquidität im Markt nicht hinreichend in den Modellen berücksichtigt worden war, zum anderen hatten die Risikomodelle Schwierigkeiten, extreme Szenarien richtig zu bewerten. Als unmittelbare Konsequenz haben die Hedge-Fonds zudem ihren Leverage reduziert. Das bedeutet, dass – relativ zum Eigenkapital – die Hedge-Fonds heute weniger Schulden machen als vor der LTCM-Krise.

Zum anderen wurde die Frage diskutiert, ob es richtig war, dass auf Initiative der Aufsichtsbehörden ein Rettungspaket für LTCM geschnürt wurde. Radikale Markttheoretiker meinen, dass solche Rettungsaktionen dazu führen würden, dass Investoren ein übermäßiges Risiko eingehen in der Erwartung, im Krisenfall gerettet zu werden (moral hazard)¹⁰².

4.6.2. Devisenspekulation

Relativ bekannt wurden Hedge-Fonds durch zwei große Spekulationsattacken gegen das britische Pfund 1992 und gegen den thailändischen Baht 1997. Beide Währungen waren damals jeweils gekoppelt an andere Währungen und konnten nicht frei schwanken. Die Währungen standen – dies war im Markt bekannt – unter Abwertungsdruck. Die Hedge-Fonds (insbesondere Quantum und Tiger) nahmen in den jeweiligen Währungen Kredite auf und wechselten die Währungen sofort in USD. Andere Hedge-Fonds schlossen sich an. Dadurch wurde der Abwertungsdruck auf die Währungen erhöht. Zur Verteidigung brauchte die thailändische Notenbank ihre gesamten Devisenreserven auf. Schließlich musste sie aufgeben und den Wechselkurs freigeben. Der Kurs des Baht fiel deutlich, die Hedge-Fonds konnten ihre USD zu günstigeren Kursen in Baht zurücktauschen und erzielten hohe Gewinne.

Die gleiche Spekulation führte in den Folgemonaten auch zur Abwertung anderer asiatischer Währungen (insbesondere denen von Südkorea und Indonesien). Erfolglos blieb der Versuch der Hedge-Fonds, auch den – fest an den USD gebundenen – Hongkong-Dollar zur

¹⁰⁰ Taxing the Ghost, Economist vom 02.09.2004.

¹⁰¹ Hierzu sind hunderte von Fachaufsätzen erschienen; eine lesbare Zusammenfassung findet sich unter: When the Sea dries up, Economist vom 23.09.1999.

¹⁰² Der Stand dieser Diskussionen kann hier nicht ausgeführt werden, allein die Stichworte „LTCM“ und „Moral Hazard“ in Google liefern über 5.000 Einträge.

Abwertung zu zwingen; die dortige Notenbank verfügte über ausreichende Reserven. In der Folge entwickelte sich eine schwere, mehrere Jahre dauernde Wirtschaftskrise in Asien.

Diese Transaktionen werfen mehrere Fragen auf: Zum einen ist zu fragen, ob es richtig ist, dass Wirtschaftsorganisationen die Macht haben, ganze Staaten in die Knie zu zwingen und Wirtschaftskrisen auszulösen. Die entsprechenden Diskussionen werden seit einigen Jahren intensiv in der Öffentlichkeit geführt. Ökonomen verweisen allerdings darauf, dass die Spekulation nur deshalb erfolgreich sein konnte, weil die Währungen der entsprechenden Staaten zuvor überbewertet waren und die Volkswirtschaften massive Mängel aufwiesen (Not leidende Kredite, hohe Zahlungsbilanzdefizite usw.). Ihre Hypothese ist, dass früher oder später die Korrektur des Wechselkurses fällig wurde; die Hedge-Fonds hätten nur einen notwendigen Prozess beschleunigt.¹⁰³

Die von den Hedge-Fonds verwendete Strategie wird als „Macro“ bezeichnet. Das bedeutet, dass ein Hedge-Fonds – im Allgemeinen ohne Absicherung – auf eine bestimmte Kursentwicklung setzt. Zitiert werden immer die Milliardengewinne, die Fonds wie Quantum, Tiger und Moore aus der Währungsspekulation gezogen haben. Bei einer missglückten Transaktion können solche Fonds auch binnen kürzester Zeit riesige Beträge verlieren.

4.6.3. Wella

Die Wella AG ist ein deutsches Familienunternehmen, das seit vielen Jahren auch an der Börse gehandelt ist. Dabei werden neben den Stamm- auch Vorzugsaktien gehandelt, die keine Stimmrechte haben, aber bei der Dividendenzahlung bevorzugt sind. Der Hintergrund war der Wunsch der Familie, die unternehmerische Kontrolle zu behalten, aber gleichzeitig Zugang zum Kapitalmarkt zu haben. Die Familie hielt so etwa 80 % der Stammaktien, während externe Investoren vor allem Vorzugsaktien besaßen. Im März 2003 verkaufte die Familie 77 % der Stammaktien (50,7 % des gesamten Grundkapitals) an den US-Konzern Procter & Gamble. Dieser machte den verbliebenen Aktionären ein Übernahmeangebot, wobei die Vorzugsaktionäre ein Angebot zu einem Preis erhielten, mit dem sie an der Wertsteigerung kaum partizipiert hätten (bis zum bekannt werden der Verkaufspläne waren die Börsenkurse beider Papiere nahezu gleich; das Übernahmeangebot von P & G bewertete die Stammaktien mit 91 EUR und die Vorzugsaktien mit 65 EUR).

Im Vorfeld der Übernahme hatten Hedge-Fonds (darunter Elliot) massiv Vorzugsaktien gekauft und Stammaktien geshortet, da sie ein attraktives Abfindungsangebot für die Vorzugsaktien erwarteten. Aufgrund des niedrigen Angebotes übten sie öffentlich Druck aus, initiierten eine

¹⁰³ z. B. Lau, Lessons from the East Asian Currency Crisis and Recovery, Präsentation, Stanford, 2001, On the Rocks, in: Economist vom 05.05.1998.

außerordentliche Hauptversammlung und drohten mit Klagen wegen Verstoß gegen deutsches Aktienrecht bei der Übernahme. Schließlich gab Procter & Gamble dem Druck nach, schloss einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag mit Wella und erhöhte das Abfindungsangebot an die Vorzugsaktionäre deutlich auf 72,86 EUR. Der Fall ist bis heute nicht abgeschlossen, aber durch das Eingeständnis von Procter, einen Beherrschungsvertrag abzuschließen, hatten die Hedge-Fonds de facto gewonnen. Zurzeit stehen beide Aktien-Typen bei 79 EUR. Der Fall Wella ist ein typisches Beispiel für die Ausnutzung einer „special opportunity“, bei der der Fonds aktiv in das Geschehen eingreift und durch Klagen und PR-Kampagnen auf die Geschäftsführung Einfluss nimmt. Seitens der Fonds war geplant, die Transaktion innerhalb von sechs Monaten zu vollenden. Zwischenzeitlich besaßen sie elf Prozent des Grundkapitals, was etwa 6,7 Mio. Stück Aktien entsprach. Jeder Euro Nachbesserung des Angebots hätte also 6,7 Mio. EUR Kursgewinn gebracht. Die Hedge-Fonds hatten bei etwa 60 EUR pro Aktie gekauft, durch das verbesserte Angebot konnten sie über 80 Mio. Kursgewinne realisieren.

4.6.4. MLP

Die Aggressivität von Hedge-Fonds zeigte sich der breiten Öffentlichkeit in Deutschland erstmals im Sommer 2002. Innerhalb von kurzer Zeit wurden zwei deutsche DAX-Firmen von extremen Kursverlusten getroffen: Der Finanzdienstleister MLP und die Beteiligungsfirma WCM. In beiden Fällen hatten die Analysten der Hedge-Fonds Anzeichen gefunden, dass die Bilanzen der Unternehmen ein zu positives Bild zeichnen: Bei MLP gab es Zweifel über die tatsächlichen Einnahmen aus Versicherungsprovisionen, bei WCM wurde die Bewertung des Immobilienvermögens angezweifelt.

Interessanterweise lagen die Analysten der Hedge-Fonds rückblickend richtig. Während die traditionellen Aktienfonds weiter den Einlassungen des Managements Glauben schenken, hatten die Hedge-Fonds sauber analysiert. Neu waren jedoch die Methoden, mit denen sie zu diesen Informationen kamen, und wie sie damit umgingen: Nach Medienberichten wurde ein Vorstandsmitglied von MLP bestochen, das dann streng vertrauliche Informationen lieferte.¹⁰⁴ Diese geheimen Unterlagen wurden anonym an die deutsche Wirtschaftspresse verschickt, die jedoch eine Veröffentlichung ablehnte. Zeitgleich wurde das Thema durch – unter Pseudonym verfasste - Artikel in dem Forum „Börse-Online“ verbreitet. Eine anonyme Anzeige bei der Staatsanwaltschaft führte zudem zu einer Hausdurchsuchung bei MLP. Die Reputation der Gesellschaft war dermaßen angegriffen, dass der Kurs der Aktie von 150 EUR innerhalb von sechs Monaten auf fünf EUR fiel; die Hedge-Fonds konnten mit ihrer „Short“-Strategie erhebliche Gewinne realisieren.

¹⁰⁴ z. B. Spiegel, Ausgaben 37 – 39, 2002.

4.6.5. Gefahrenpotenzial durch Hedge-Fonds

Offensichtlich bergen Hedge-Fonds – abhängig von ihrer jeweiligen Strategie – unterschiedliche Probleme und Gefahren: Zum einen stellt sich die Frage des Anlegerschutzes. Waren bislang Hedge-Fonds nur eine Anlageform für professionelle und einige wenige besonders reiche Privatanleger, öffnet sich der Markt jetzt in Richtung „wohlhabender“ Investoren. Entsprechend steigen die Anforderungen an die Regulierung der Fonds zum Schutz der Anleger. Dieser Themenkreis soll hier nicht weiter problematisiert werden.

Zu beleuchten ist weiterhin die Frage nach dem möglichen Schaden, den Hedge-Fonds-Investoren einzelnen Unternehmen oder ganzen Volkswirtschaften zufügen können. Streng marktwirtschaftlich orientierte Ökonomen vertreten die Position, dass Arbitragehandel lediglich Ineffizienzen im Markt ausnütze und damit unschädlich sei – der Markt würde sowieso die entsprechende Entwicklung nehmen, dieser Vorgang würde nur beschleunigt. Das gleiche Argument gilt auch für Macro-Fonds mit ihren Währungsspekulationen. Nach Lesart von Ökonomen haben die Fonds nur bestehende Überbewertungen ausgenutzt und damit einen ohnehin erforderlichen Anpassungsprozess ausgelöst. Dieser wäre andernfalls nur später ausgelöst worden (es gibt ja auch hinreichend viele Beispiele für Währungen mit Wechselkurskoppelung, die ohne – bekannt gewordene - Beteiligung von Hedge-Fonds ihre Währung abwerten mussten und in eine Wirtschaftskrise gerieten)¹⁰⁵.

Das schwerwiegendste Problem mit Hedge-Fonds besteht sicherlich darin, dass diese über große Mengen, oft kurzfristig aktivierbarer Mittel verfügen. Der überwiegende Teil des Handels mit Währungen, Aktien, Anleihen, Derivaten, aber auch auf Warenmärkten wird heute auf die Aktivitäten von Hedge-Fonds zurückgeführt. Entsprechend können sie durch ihre Transaktionen erhebliche Marktstörungen verursachen. Dem ist allerdings entgegenzuhalten, dass das nur in Ausnahmefällen geschehen wird, da eine entsprechende Marktentwicklung im Allgemeinen auch zu Lasten der Hedge-Fonds gehen wird.

4.6.6. Regulierbarkeit von Hedge-Fonds?

Bei der Frage nach der Regulierung von Hedge-Fonds sind zwei Perspektiven zu unterscheiden. Zum einen stellt sich die Frage, ob und wie eine Regulierung technisch

¹⁰⁵ Beispiele waren zuletzt Russland 1998 und Argentinien 2001. Die Folgen, die sich ergeben, wenn sich eine marode Volkswirtschaft der Abwertung verweigert, sind beschrieben unter: The Zimbabwean model - The pros and cons of opting out of the global economy, in: Economist vom 28.11.2002.

realisierbar wäre, zum anderen ist die Frage zu beleuchten, ob eine solche Regulierung wirtschaftlich sinnvoll wäre.

Technisch ergeben sich große Probleme, da Hedge-Fonds heute zwar zumeist eine klar definierte juristische Struktur haben, aber an internationalen Börsen anonym oder durch Tochtergesellschaften nach nationalem Recht tätig werden. Eine Transparenzpflicht für Hedge-Fonds (Offenlegung von Volumen, Strategie, bestehende Beteiligungen) wäre deshalb wohl nur mit breitem internationalen Konsens denkbar. Zudem wären solche Regelungen vermutlich leicht zu unterlaufen, wenn man die Rechtsform verändert.

Ein anderer Ansatz könnte darin bestehen, die Transaktionen von Hedge-Fonds in ihren Zielmärkten zu erfassen oder diese zu erschweren. Für Devisenmärkte wäre dabei die seit Jahren diskutierte „Tobin-Tax“ denkbar, für Aktienmärkte vielleicht die Verschärfung der Pflichten zur Veröffentlichung von Anteilsbesitz oder der Regeln für Übernahmen.

Die Frage, ob eine verschärfte Regulierung von Hedge-Fonds grundsätzlich sinnvoll ist, wird von Ökonomen und Politikern – je nach Couleur – unterschiedlich beantwortet. Einerseits sehen viele Fachleute die durch Hedge-Fonds verursachten Risiken, andererseits fehlt bis heute ein überzeugendes Konzept, wie man eine Regulierung realisieren kann, ohne die Kapitalmärkte insgesamt zu behindern, da diese als essentiell für das Funktionieren der Volkswirtschaft eingeschätzt werden.

5. Aktuelle Entwicklungen der Hedge-Fonds-Industrie

Anlagedruck: International besteht seit vielen Jahren ein hoher „Anlagedruck“. Das bedeutet, dass auf den klassischen Märkten attraktive Renditechancen fehlen. Damit wächst das Interesse institutioneller Anleger an neuartigen Anlagemöglichkeiten. Entsprechend sind in den letzten Jahren zunehmend Mittel in Private Equity- und Hedge-Fonds geflossen. Damit wird der Anlagedruck auf diese Fonds übergewälzt. Entsprechend ist zu beobachten, dass die Fonds zunehmend Bereitschaft zeigen, höhere Risiken einzugehen und höhere Preise zu bezahlen. Das stellt einerseits eine große Chance für Verkäufer dar (z. B. ausstiegswillige Eigner oder Erben von Familienunternehmen, Konzerne, die im Rahmen von „Portfoliobereinigungen“ abgegeben werden sollen, der Staat bei Privatisierungen), da aufgrund der hohen Nachfrage die Preise in den letzten Jahren gestiegen sind, so dass die meisten Verkäufe über Auktionen abgewickelt werden. Dieser Trend scheint ungebrochen; er erzeugt natürlich Druck auf die übernommenen Firmen (bzw. andere Assets), die erwarteten Verzinsungen zu erzielen.

Hedge-Fonds steigen in den klassischen Private Equity-Markt ein: Da der Investitionsfokus von Hedge-Fonds kaum eingeschränkt ist, investieren sie – auch vor dem

Hintergrund des oben geschilderten Anlagedrucks – zunehmend auch in Firmenbeteiligungen, für die sich traditionell Private Equity-Firmen interessieren. So investieren Hedge-Fonds in börsennotierte Firmen, um sie anschließend vom Kurszettel zu nehmen, bis dato eine typische PE-Transaktion.

Die PE-Industrie zeigt sich ob des wachsenden Wettbewerbs besorgt. Während sie an enge Investitionsregeln gebunden ist, können die Hedge-Fonds auch in ihren Märkten aktiv werden.

Aggressive Geier-Fonds als neue Akteure: Während die traditionellen Private Equity-Firmen an guten und langfristigen Beziehungen zu Banken und innerhalb der Branche interessiert sind, wählen die Vulture-Fonds einen deutlich aggressiveren Ansatz. Es steht zu vermuten, dass in der Folge die Transaktionen weniger harmonisch verlaufen werden und die Haltezeit eines Investments kürzer wird.

Strategische Investoren: Die Dominanz der Private Equity-Firmen bei Unternehmenskäufen wurzelte in den letzten Jahren vor allem auch in der Unlust der Industrieunternehmen, Firmen zu kaufen. Viele Firmen haben sich in den letzten Jahren darauf konzentriert, durch Restrukturierung ihre Problembereiche zu sanieren und nicht zum Kerngeschäft gehörende Geschäftseinheiten zu veräußern. Diese Phase haben viele Unternehmen inzwischen abgeschlossen; die Gewinne steigen und somit der Wunsch, durch Zukäufe zu wachsen. Für die PE-Fonds hat das eine gute und eine schlechte Seite. Einerseits sind die Industrieunternehmen eine zusätzliche Käufergruppe, die um die interessantesten Firmen buhlt. Andererseits steigen die Exit-Chancen für die PE-Fonds, da mehr Unternehmen Firmen kaufen wollen.

Der Boom neigt sich dem Ende zu: Als Folge der hohen Renditen in den neunziger Jahren sind die bei Hedge-Fonds und bei Private Equity-Firmen angelegten Mittel in den letzten Jahren deutlich gestiegen. In beiden Branchen steht zu erwarten, dass die hohen Renditen, die in den letzten Jahren erzielt wurden, in den kommenden Jahren nicht mehr zu erreichen sein werden.¹⁰⁶ Dafür sind mehrere Ursachen zu benennen: Zum einen sinkt in einem wachsenden Markt die erreichbare Durchschnittsrendite – die großen Anlagesummen müssen auch in weniger attraktiven Projekten investiert werden. Zum zweiten wird die Vermutung geäußert, dass aufgrund des schnellen Branchenwachstums auch weniger erfahrene und weniger qualifizierte Fondsmanager Verantwortung übernehmen.

In dieser Situation, wo die Renditen bereits zurückgehen und alle Marktteilnehmer weiterhin sinkende Renditen oder gar Verluste erwarten, stellt sich die Frage, warum trotzdem weitere

¹⁰⁶ Bonmot zur Entwicklung von Hedge-Fonds: „In a hurricane, even turkeys can fly“.

Mittel investiert werden. Die Antwort liegt in dem Investverhalten der Fonds: Aufgrund der permanenten Renditevergleiche steht jeder Fondsmanager unter Erfolgsdruck. Steigt er zu früh aus einer Boombranche aus, trägt er ein persönliches Risiko. Bleibt er investiert und fällt sein Investment mit dem Markt, ist sein Rechtfertigungszwang geringer. Zudem reagieren große Fondsgesellschaften, die ihre Anlagestrategien auf den Führungsebenen festlegen, aufgrund der Entscheidungsvorläufe relativ träge auf Marktänderungen.

So steht zu erwarten, dass der aktuelle „Hype“ der Kapitalmärkte für Hedge-Fonds und für Private Equity sich auf ökonomischem Weg abkühlen wird – aufgrund der in den kommenden Jahren zu erwartenden fallenden Renditen.

Prof. Dr. Christian Böttger

ist Professor im Studiengang Wirtschaftsingenieurwesen der Fachhochschule für Technik und Wirtschaft Berlin. Prof. Böttger studierte nach einem Traineeprogramm in Kiel, Berlin und New York Betriebswirtschaft in Kiel und Berlin. Nach einer Promotion an der FU Berlin war er acht Jahre in verschiedenen Managementfunktionen in der Industrie tätig, bevor er 2000 an die FHTW Berlin berufen wurde.

LITERATURVERZEICHNIS

Atzler, Elisabeth: Hedge-Fonds mischen Deutschlands Unternehmen auf, in: Financial Times Deutschland vom 13.05.2005, Seite A1.

Berger, Hanno; Steck, Kai-Uwe: Die Regulierung von Hedge-Fonds in Deutschland, Arbeitspapier, Frankfurt 2003.

Bollmann, Klaus; Schindler, Alexander: Private Equity: Diversifikation für das Gesamtportfolio, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 1/2005, S. 47ff.

Burrough, Bryan; Helyar, John; Faram, Chris: Barbarians at the Gate - The Fall of RJR Nabisco, Harlow (Pearson Education) 2000.

Casey, Quirk & Acito: Institutional Demand for Hedge Funds: New Opportunities and New Standards, September 2004, New York (The Bank of New York) 2004.

Fromman, Holger: Entwicklungen und Aussichten des Private Equity-Geschäfts in Deutschland, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 1/2005, S.23 ff.

Groh, Alexander; Gottschalg, Oliver: Venture Capital und Private Equity aus Sicht der Wissenschaft, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 1/2005, S. 26 ff.

o.V.: Dead, or just resting? in: Economist vom 26.05.2005.

o.V.: Economic Impact of Private Equity in Germany: How Buy Out investments influence the German economy – an empirical analysis, aus der Reihe FINANCE-Studies des F.A.Z.-Institutes, Frankfurt am Main 2004.

o.V.: Lessons from the East Asian Currency Crisis and Recovery: Presentation, Stanford, 2001,

o.V.: On the Rocks, in: Economist vom 05.05.1998.

o.V.: sigma Nr. 5/2002 - Third-Party-Asset-Management für Versicherer: Schweizerische Rückversicherungsgesellschaft (Hrsg.), Zürich 2002.

o.V.: Taxing the Ghost, in: Economist vom 02.09.2004.

o.V.: The new money men, in: Economist vom 17.02.2005.

o.V.: The Risk Business, in: Economist vom 15.10.1998.

o.V.: The Zimbabwean model: The pros and cons of opting out of the global economy, in: Economist 28.11.2002.

o.V.: When the Sea dries up, in: Economist vom 23.09.1999.

Köhn, Rüdiger: Der Fall Grohe liefert Zündstoff, F.A.Z. vom 27.05.2005, einsehbar auf FAZ.Net: Online-Angebot der Frankfurter Allgemeinen Zeitung, erreichbar unter <http://www.faz.net>.

Prabhu, Siddharth: Long Term Capital Management: The Dangers of Leverage; Arbeitspapier, Duke University; Durham, NC; 2001.

President's Working Group on Financial Markets: Hedge funds, Leverage and the lessons of Long-Term Capital Management, Bericht für den US-Kongress und US-Senat, April 1999. Download am 15.06.2005 unter <http://www.edge-fund.com/hedgfund99.pdf>.

Rodin, Andreas (2004): „Germany plays Catch-Up“ in: Private Equity International (Issue 4).

Sachar, Richard; Jinnah, Jamille; Davison, Chris: Fundraising Review 2004 - A Preview for 2005, Arbeitspapier der Almeida Capital (Hrsg.), London 2005. Download unter <http://altassets.net>.

Shirreff, David: Lessons from the collapse of hedge fund, long-term capital management, Case Study des IFCI Risk Institute, 1999, Download am 15.06.2005 unter <http://riskinstitute.ch>.

Stephen Ross, zitiert nach The Risk Business, in: Economist vom 15.10.1998

Storm, Arne: Abgedreht – Die Krise beim Armaturenhersteller Grohe ..., in: Die Zeit, Nr. 24/2005 vom 09.06.2005, online einsehbar unter <http://www.zeit.de>.

The HFM/Correctnet Hedge Fund Administrator Survey: Halbjährliche veröffentlichte Markt-Umfrage, erreichbar unter <http://hfmanager.com>.

Trends in den internationalen Private–Equity–Märkten – Jahresrückblick 2003 und Ausblick 2004: Studie der SCM AG in: Absolut|report Nr. 22, 10/2004, download vom 12.06.2005 unter <http://www.absolut-report.de>.

Statistiken

EVCA YEARBOOK 2004: download kostenpflichtig unter <http://www.evca.com>.

Jahrbuch 2004 – Die deutsche Versicherungswirtschaft: Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V. (Hrsg.), Karlsruhe (Verlag Versicherungswirtschaft GmbH) 2004.

OECD Global Pension Statistics Project – Data Update mit Datenstand 2002, download am 20.06.2005 unter: <http://www.oecd.org/dataoecd/10/13/34572209.pdf>.

Outstanding Level of Public & Private Debt: Statistik der Bond Market Association, download vom 15.06.2005 unter <http://www.bondmarkets.com/story.asp?id=323>.

World Federation of Exchanges: Annual Report and Statistics 2004, Download unter <http://www.world-exchanges.org>.

Gesetze

EVCA Tax and Legal Papers 2004: S. 24.

Investment Company Act von 1940: abgerufen am 28.06.2005 unter <http://www.law.uc.edu/CCL/InvCoAct>.

Versicherungsaufsichtsgesetz: vom 21.10.2004 (BGBl. I S. 3610), abgerufen am 20.06.2005 unter <http://www.versicherungsgesetze.de/versicherungsaufsichtsgesetz>.

Sonstiges

Bundesverband deutscher Banken: Homepage der Interessenvertretung der deutschen Privatbanken, erreichbar unter <http://www.bankenverband.de>.

BVI: Bundesverband Investment und Asset Management e. V., Informationen zum deutschen Kapitalmarkt, erreichbar unter <http://www.bvi.de>.

BVK e.v.: Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften - German Private Equity and Venture Capital Association e. V., Homepage mit Informationen und Statistiken zum Beteiligungsmarkt, erreichbar unter <http://www.bvk-ev.de>.

CalPERS Online: Homepage des kalifornischen Versorgungswerkes, „Facts at a Glance“, Stand Ende April 2005, erreichbar unter <http://www.calpers.ca.gov/index.jsp?bc=/about/facts/home.xml>.

CPPIB: Homepage des Canada Pension Plan Investment Boards, erreichbar unter <http://www.cppib.ca>.

EVCA: Homepage der European Private Equity and Venture Capital Association mit Informationen zur Beteiligungs-Branche, erreichbar unter <http://www.evca.com>.

Hedge Funds Research, Inc.: Zusammenstellung verschiedener Daten zum Hedge-Fonds-Markt, erreichbar unter <http://www.hedgefundresearch.com>.

MSCI: Morgan Stanley Capital International Inc., Homepage des Benchmark-Anbieters für verschiedene Indizes, erreichbar unter <http://www.msci.com>.

National Association of College and University Business Officers: Homepage des Business-Netzwerkes von U.S.-Bildungseinrichtungen, erreichbar unter <http://www.nacubo.org>.

Pressemitteilung: Online-Angebot zur Veröffentlichung von Unternehmensmeldungen, erreichbar unter <http://pressemitteilung.ws>.

TASS: Hedge-Fonds-Research-Seite, erreichbar unter www.tremontinvestment.com/tass.htm.

The European Investment Fund: Homepage des Europäischen Risikofinanzierungs- und Garantie-Fonds, erreichbar unter <http://www.eif.org>.

The Foundation Center: Informationsseite über U.S.-Stiftungen, erreichbar unter <http://fdncenter.org>.

The Yale Endowment 2004: Jahresbericht über die Tätigkeiten des Spendenfonds des U.S.-Colleges Yale, erreichbar unter http://www.yale.edu/investments/Endowment_Update.pdf.

VentureXpert: Datenbank zum Thema Beteiligungen etc., erreichbar unter www.venturexpert.com.