

FRIEDHELM HENGSBACH SJ

## Finanzinvestoren in Deutschland – nützlich oder schädlich für wen?

Seit Mitte der 1970er Jahre, als das Bretton-Woods-Währungssystem mit festen, anpassungsfähigen Wechselkursen und kurzfristig durch Kredite des Internationalen Währungsfonds finanziertem Zahlungsbilanzausgleich aufgekündigt wurde, und verstärkt seit Mitte der 1990er Jahre, als die „New Economy“ einen beispiellosen wirtschaftlichen Aufbruch verhieß, scheint ein globaler Finanzkapitalismus die vertrauten Formen des Unternehmer- bzw. Managerkapitalismus abgelöst zu haben. Bestimmende Akteure einer globalen Wirtschaft sind nicht mehr dynamische Unternehmer im Sinn Schumpeters oder selbstherrliche Manager von Publikumsgesellschaften, sondern eine diffuse Konstellation aus Wertpapiermärkten, Finanzakteuren, der Finanzrechnung als leitendem Paradigma der Unternehmenskontrolle und einer relativen oder gar spekulativen Ablösung der monetären von der realwirtschaftlichen Sphäre.<sup>1</sup> Diese Konstellation macht sich seit dem Ende des vergangenen Jahrhunderts verstärkt auch in Deutschland bemerkbar – im Auftreten von Finanzinvestoren, die deutsche Unternehmen als rentables Operationsfeld entdeckt haben.

Moralische Empörung war die erste öffentliche Reaktion auf die Dominanz der Finanzmärkte, auf den Börsenboom der 1990er Jahre und das Wechselspiel überdehnter Erwartungen der Kapitaleigner, inszenierter Versprechen junger Unternehmer und tiefer Enttäuschungen auf beiden Seiten, als Vorfälle kreativer Bilanzgestaltung und krimineller Energie bekannt wurden. Sie entlud sich im Jahr 2000 nach dem Absturz der Börsenkurse in der überraschenden Forderung des erfolgreichen Spekulanten Georges Soros: „Moral an die Börse“.<sup>2</sup> Fünf Jahre später, als Kapitalbeteiligungsgesellschaften auf den deutschen Markt drängten, zusätzliches Eigenkapital bedrängten Firmen zur Verfügung stellten oder Unternehmen kauften und verkauften, meldete sich Franz Müntefering moralisch aufgeladen zu Wort: „Manche Finanzinvestoren verschwenden keinen Gedanken an die Menschen, deren Arbeitsplätze sie vernichten – sie bleiben anonym, haben kein Gesicht, fallen wie Heuschreckenschwärme über

---

<sup>1</sup> Vgl. *Windolf, Paul* (Hg.): *Finanzmarkt-Kapitalismus. Analysen zum Wandel von Produktionsregimen*, Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie, Sonderheft 45, Wiesbaden: VS Verlag 2005; *Kädler, Jürgen*: *Finanzmarktkapitalismus, Die Macht der Finanzmärkte und ihre Bedeutung für die Realökonomie*, in: *Amos, Internationale Zeitschrift für christliche Sozialethik* 4/2007, 3-9.

<sup>2</sup> *Soros, Georges*: *Moral an die Börse*, *Die Zeit* Nr. 41 vom 2. Oktober 2000, 27.

Unternehmen her, grasen sie ab und ziehen weiter. Gegen diese Form von Kapitalismus kämpfen wir.“<sup>3</sup>

Eine zweite Reaktion greift auf kritische Analysen eines Finanzkapitalismus zurück, die aus unterschiedlicher Perspektive in der Geschichte einflussreich waren und in die Gegenwart fortwirken. Karl Marx schrieb vor 140 Jahren: „Mit dem Wachstum des stofflichen Reichtums wächst die Klasse der Geldkapitalisten; es vermehrt sich einerseits die Zahl und der Reichtum der sich zurückziehenden Kapitalisten, der Rentiers; und zweitens wird die Entwicklung des Kreditsystems gefördert und damit die Zahl der Bankiers, Geldverleiher, Finanziers etc. vermehrt.“ Marx scheint geahnt zu haben, dass die Expansion zinstragender Wertpapiere eine wachsende Menge von Händlern auf den Plan ruft, die mit verbrieften Forderungen Spekulationsgeschäfte machen. Sie spielen die Hauptrolle auf den hoch konzentrierten Geldmärkten, zumal mit der Entwicklung des Kreditwesens die Bereitschaft der Banken wächst, diese Märkte auf der Basis von Spareinlagen monetär zu alimentieren. „Die Bankiers stellen dem Gelichter dieser Händler das Geldkapital des Publikums massenhaft zur Verfügung, und so wächst diese Brut von Spielern.“<sup>4</sup>

Im geschichtlichen Kontext der Weltwirtschaftskrise von 1929 hat Papst Pius XI. die „geradezu ungeheure Zusammenballung nicht nur an Kapital, sondern an Macht und wirtschaftlicher Herrschgewalt in den Händen einzelner“ gebrandmarkt. Diese Vermachtung der Wirtschaft wird extrem gefährlich „bei denjenigen, die als Beherrscher und Lenker des Finanzkapitals unbeschränkte Verfügung haben über den Kredit und seine Verteilung nach ihrem Willen bestimmen. Mit dem Kredit beherrschen sie den Blutkreislauf des ganzen Wirtschaftskörpers.“ Eine derart geballte Macht führt „zu einem dreifachen Kampf: zum Kampf um die Macht innerhalb der Wirtschaft selbst; zum Kampf sodann um die Macht über den Staat, der selbst als Machtfaktor in den wirtschaftlichen Interessenkämpfen eingesetzt werden soll; zum Machtkampf endlich der Staaten untereinander, die mit Mitteln staatlicher Macht wirtschaftliche Interessen ihrer Angehörigen durchzusetzen suchen.“ Der Papst kritisiert schließlich die Vermengung und Verquickung der staatlichen und der wirtschaftlichen Sphäre. „Als einen der schwersten Schäden nennen Wir die Erniedrigung der staatlichen Hoheit, die, unparteiisch und allem Interessenstreit entrückt, einzig auf das gemeine Wohl und die Gerechtigkeit bedacht, als oberste Schlichterin in königlicher Würde thronen sollte, zur willenlos gefesselten Sklavin selbstsüchtiger Interessen. Im zwischenstaatlichen Leben aber entsprang der gleichen Quelle ein doppeltes Übel: hier ein übersteigerter Nationalismus und Imperialismus wirtschaftlicher Art, dort ein nicht minder verderblicher und verwerflicher finanzkapitalistischer Internationalismus oder Imperialismus des internationalen Finanzkapitals, das sich überall zu Hause fühlt, wo sich ein Beutefeld auftut.“<sup>5</sup>

<sup>3</sup> Bild am Sonntag vom 17.4.2005.

<sup>4</sup> Marx, Karl: Das Kapital – Kritik der politischen Ökonomie, III. Band, Berlin: Dietz 1969, 527 f.

<sup>5</sup> Pius XI: Rundschreiben Quadragesimo Anno (1931) Nr. 105-109, in: *Katholische Arbeiterbewegung* (Hg.): Texte zur Katholischen Soziallehre Band I, Die sozialen Rundschreiben der Päpste, Bornheim-Kevelaer: Ketteler-Butzon & Bercker<sup>8</sup> 1992, 99 f.

Moralische Empörung, prophetische Kritik skandalöser Verhältnisse und analytische Skizzen bleiben vordergründige Reaktionen, solange der Gegenstand, auf den reagiert wird, nicht präzise definiert ist. Deshalb soll zuerst eine begriffliche Abgrenzung der Finanzinvestoren versucht werden. Dann werden die Gründe erläutert, weshalb Finanzinvestoren die deutschen Unternehmen attraktiv finden. Es folgt eine Prüfung der Absichten, die das Engagement der Finanzinvestoren steuern. Und schließlich sollen die Chancen und Risiken der Aktivitäten der Finanzinvestoren beurteilt werden.

## I. Begriffliche Abgrenzung

„Finanzinvestoren“ sind wirtschaftliche Akteure, die eine Unternehmensbeteiligung als reine Kapitalanlage betrachten. Sie erwerben ein Unternehmen oder Teile davon nicht, um beispielsweise damit ihre Produktpalette zu erweitern, zusätzliche Märkte zu erschließen oder neue Vertriebskanäle zu eröffnen. Unter den Finanzinvestoren in Deutschland spielen die „Kapitalbeteiligungsgesellschaften“ (Private Equity) und die „Kursicherungsfonds“ (Hedge Fonds) eine besondere Rolle. Sie sind seit dem Beginn des Jahrhunderts ins Blickfeld der Öffentlichkeit gerückt.

„Kapitalbeteiligungsgesellschaften“ (Private Equity) im engeren Sinn sind im Folgenden Kapitalsammelstellen, die auf vertraglicher Grundlage Unternehmen außerhalb der Börse mittelfristig Eigenkapital zur Verfügung stellen und daraus einen Ertrag erzielen, indem der Weiterverkauf der Unternehmensanteile einen höheren Preis ergibt. Sie werden Eigentümer des Unternehmens und nicht nur Geldgeber. Dadurch unterscheiden sie sich von Aktionären und von Kreditgebern.<sup>6</sup> Der Begriff der Kapitalbeteiligungsgesellschaft im weiteren Sinn schließt solche Finanzakteure ein, die jungen und innovativen Unternehmen so genanntes Wagniskapital (Venture Capital) zur Verfügung stellen.<sup>7</sup> Kapitalbeteiligungsgesellschaften sind Finanzintermediäre und Bestandteil einer dreistelligen Akteurekonstellation: Sie sammeln Kapital von Banken, Versicherungen, Investmentfonds, Pensionsfonds, Immobiliengesellschaften (REITs),<sup>8</sup> Stiftungen oder einzelnen Geldgebern (Business Angels) und bieten es Zielunternehmen an, die während ihrer Entwicklungs- und Reifephasen etwa der Planung, Gründung und Expansion, vor dem Börsengang, bei der Sanierung und beim Verkauf (Buyout) Beteiligungskapital suchen.<sup>9</sup>

---

<sup>6</sup> Vgl. Böttger, Christian: Strukturen und Strategien von Finanzinvestoren, Düsseldorf: Arbeitspapier 120 der Hans-Böckler-Stiftung 2007, 23.

<sup>7</sup> Vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Gutachten 2005/06, Wiesbaden: Statistisches Bundesamt 2005, 464.

<sup>8</sup> Real Estates Investment Trusts sind börsennotierte Immobiliengesellschaften, die entweder selbst Grundstücke und Gebäude kaufen und bewirtschaften oder deren Erwerb finanzieren.

<sup>9</sup> Vgl. Povaly, Stefan: Private Equity Exits. Divestment Process Management for Leveraged Buyouts, Berlin: Springer Verlag 2007; Böttger, Christian: Strukturen und Strategien von Finanzinvestoren, Düsseldorf: Arbeitspapier 120 der Hans-Böckler-Stiftung 2007, 37-42.

„Kurssicherungsfonds“ (Hedge Fonds) sind private geschlossene Kapitalsammelstellen, die ursprünglich Finanzanlagen gegen unwägbarere Kursschwankungen abzusichern suchten, inzwischen jedoch kurzfristig, flexibel und riskant, jedoch mit beschränkter Haftung operieren, um eine von der Markt- und Kursentwicklung unabhängige, überdurchschnittliche Rendite ihrer Anlagen zu erzielen, die sie fast ausschließlich börsennotierten Unternehmen zur Verfügung stellen. Im Vordergrund steht die Spekulation, um von Kursschwankungen auf den Devisen-, Aktien und Anleihemärkten, von Fehlbewertungen und sowohl von steigenden als auch fallenden Kursen zu profitieren. Die Fonds unterliegen keinerlei rechtlichen Beschränkungen bezüglich der Finanzinstrumente, die sie verwenden, der Märkte, auf denen sie agieren, und des Fremdkapitals, das sie einsetzen. Sie können alle Arten derivativer Finanzinstrumente einsetzen, in großem Umfang Leerverkäufe (spekulative Verkäufe und Rückkäufe geliehener Wertpapiere) tätigen und sich der Hebelwirkung hoher Verschuldung bedienen, um die Eigenkapitalrendite zu erhöhen. Die Informations- und Publizitätspflichten, die sie zu erfüllen haben, sind minimal. Ihre Anleger mit einer in der Regel hohen Mindestanlagesumme sind Stiftungen, Unternehmen, Pensionsfonds, Dachfonds und zu einem hohen Anteil vermögende Privatpersonen, die sich für eine längere Frist fest binden.<sup>10</sup> Eine trennscharfe Abgrenzung beider Finanzinvestoren ist problematisch, wengleich der Zeithorizont, die Einflussnahme auf das Management des Zielunternehmens und die Absichten der Finanzinvestoren Unterschiede erkennen lassen.

## II. Warum in Deutschland?

In den Vereinigten Staaten sind Kapitalbeteiligungsgesellschaften und Kurssicherungsfonds bereits während der 1980er Jahre aufgetreten. Der vorläufige Höhepunkt der Expansion dieser Branche lag 1989 in der nach monatelangem Tauziehen erfolgten feindlichen Übernahme des US-Unternehmens RJR Nabisco durch die Beteiligungsgesellschaft Kohlberg Kravis Roberts & Co (KKR). Die wirtschaftliche Belebung der 1990er Jahre und insbesondere der rasante Anstieg der Aktienkurse der New Economy lenkten die finanziellen Ressourcen nicht zur Übernahme, sondern zur Gründung in junge Unternehmen der IT-Branche. Nach dem Kurseinbruch des Jahres 2000, während einer Phase hoher Liquidität und niedriger Zinsen, kehrten die Beteiligungsgesellschaften auf die US-amerikanische Bühne zurück, absorbierten verfügbares Kapital auf der Suche nach Anlagemöglichkeiten und attackierten große Aktiengesellschaften in den USA, um sie zu übernehmen. Als jedoch die Märkte in den USA und Großbritannien austrockneten, begann eine beispiellose, allerdings wellenförmige Erfolgsgeschichte der Finanzinvestoren in Deutschland. Eine der spektakulärsten

---

<sup>10</sup> Vgl. *Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung*: Gutachten 2005/06, Wiesbaden: Statistisches Bundesamt 2005, 464 f.; *Kamp, Lothar und Krieger, Alexandra*: Die Aktivitäten der Finanzinvestoren in Deutschland, Düsseldorf: Arbeitspapier 103 der Hans-Böckler-Stiftung 2005, 25; *Böttger, Christian*: Strukturen und Strategien von Finanzinvestoren, Düsseldorf: Arbeitspapier 120 der Hans-Böckler-Stiftung 2007, 53-59.

Attacken angelsächsischer Finanzinvestoren richtete sich 2002 gegen die Deutsche Börse; sie setzten den Rücktritt des Vorstandsvorsitzenden Seifert und des Aufsichtsratsvorsitzenden Breuer durch, weil sie deren Pläne, die Londoner Börse zu kaufen, ablehnten.<sup>11</sup> Eine Art Zäsur zeichnet sich derzeit mit dem Zusammenbruch des US-amerikanischen Hypothekenmarkts und der international um sich greifenden Kreditklemme ab. Für das gestiegene Interesse der Kapitalbeteiligungsgesellschaften und Kurssicherungsfonds an deutschen Unternehmen lassen sich betriebswirtschaftliche, finanzwirtschaftliche und politische Gründe anführen.

## 1. Betriebswirtschaftliche Gründe

Die im Unterschied zur öffentlich beklagten Standortschwäche selektive Präferenz der Finanzinvestoren für deutsche Unternehmen wird dadurch erklärt, dass die internationale Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft außer Frage steht, vielmehr durch die anhaltenden strukturellen Exportüberschüsse bestätigt wird. In den deutschen Unternehmen ruhen auf Grund der Regeln vorsichtiger Bilanzierung stille Reserven, die durch eine Rekapitalisierung, also eine Veränderung der finanziellen Bilanzstruktur, gehoben und abgeschöpft werden könnten. Deutsche Unternehmen halten hohe Bestände an Immobilien, die nicht betriebsnotwendig sind. Sie können entweder verkauft werden oder als Sicherung bei der Aufnahme von Fremdkapital dienen. Viele Unternehmen in Deutschland gelten als fehlgesteuert, weil sie ineffiziente Kennziffern verwenden. Zwar ist die Mengenrechnung, die vereinzelt als Erbe der Montanindustrie nachwirken mag, längst durch die Aufwands-/Ertragsrechnung als betriebswirtschaftliche Leitwährung überholt. Aber eine unternehmerische Bewertung ohne Rücksicht auf die Finanzierung und die Finanzstruktur übersieht die monetäre Verflechtung des Unternehmens mit der Volkswirtschaft. Eine Kennziffer, die das Betriebsergebnis vor Zinsen, Steuern sowie Abschreibungen auf Sachanlagen und immaterielles Vermögen (EBITDA)<sup>12</sup> abbildet, könnte dieses Defizit beheben und darüber hinaus eine präzise Vergleichbarkeit mit anderen Unternehmen herstellen. Deutsche Unternehmen stehen in dem Ruf, dass sie eine niedrige Verschuldungsquote hätten, dass ihre Kapitalmarktfinanzierung unterentwickelt sei und die Selbstfinanzierung überschätzt werde. Die Kontrolle des Managements in deutschen Unternehmen gilt als unzureichend. Das Hinüberwechseln von Vorstandsvorsitzenden in den Aufsichtsrat und umgekehrt sowie die personelle Verflechtung zwischen Banken und Industrieunternehmen sei zwar eine Besonderheit des organisierten, kooperativen oder koordinierten Kapitalismus „rheinischer“ Bauart, bremse jedoch die unternehmerische Dynamik und Innovation.<sup>13</sup> Das Wachstum der Unternehmen in Deutsch-

<sup>11</sup> Vgl. *Seifert, Werner G. mit Hans-Joachim Voth: Invasion der Heuschrecken. Intrigen – Machtkämpfe, Marktmanipulation. Wie Hedge Fonds die Deutschland AG attackieren*, Berlin: Econ 2006.

<sup>12</sup> Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization.

<sup>13</sup> Vgl. *Hilger, Susanne: Zur Genese des „German Model“*. Die Bedeutung des Ordoliberalismus für die Ausgestaltung der bundesdeutschen Wettbewerbsordnung nach dem Zweiten Weltkrieg, in: *Windolf, Paul* (Hg.): *Finanzmarkt-Kapitalismus. Analysen zum Wandel von Produktionsregimen*, Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie, Sonderheft 45, Wiesbaden: VS Verlag 2005, 222-241.

land während der Nachkriegszeit, die Konzentration marktbeherrschender Unternehmen sowie die vielen, mit einer Ministererlaubnis zustande gekommenen Fusionen hätten Konglomerate und Mischkonzerne entstehen lassen, die unüberschaubar und nicht mehr steuerbar sind. Folglich könne ihre Effizienz und Rentabilität erheblich dadurch gesteigert werden, dass die Unternehmen sich jeweils auf ihre Kernkompetenz und das Kerngeschäft konzentrieren und die unternehmerischen Aktivitäten am Rand abstoßen. Schließlich haben gemäß der Einschätzung von Unternehmensberatern kleine und mittlere Firmen des Mittelstands erhebliche Nachfolgeprobleme, die ohne eine massive Zufuhr von Eigenkapital und eventuell einen Börsengang kaum zu lösen sind.<sup>14</sup>

## 2. Finanzwirtschaftliche Gründe

Bei der Suche, scheinbar heterogene Ereignisse und Prozesse – etwa die Verschiebungen des Gewichts des Wertpapierhandels zu Lasten der Bankkredite, die Dominanz der Finanzmärkte über die realwirtschaftliche Sphäre sowie der Einfluss der Finanzinvestoren auf die Kontrolle und Steuerung der Unternehmen – auf den Begriff zu bringen, bietet sich die Formel „Monetäre Revolution“ an, die sich in drei Facetten darstellen lässt. Ihr Ursprung liegt in der Aufkündigung des Bretton-Woods-Währungssystems 1973 durch die US-Regierung, die eine drastische Abwertung des US-\$ auslöste. Ihr folgte eine massive Erhöhung des Rohölpreises, den die ölexportierenden Staaten durchsetzen konnten. Darauf kam es zu riesigen internationalen Umschichtungen von Einkommen und Vermögen und einer beispiellosen Expansion von Finanzgeschäften und Finanzinstitutionen. Die unmittelbare Folge war eine Privatisierung des Wechselkursrisikos, so dass die Geld-, Devisen- und Aktienmärkte mit extrem kurzfristigen und subjektiven Erwartungen konfrontiert wurden. Die zweite Facette ist mit der veränderten Geldfunktion umschrieben. In der Nachkriegszeit diente das Geld vorrangig dazu, den Gütertausch zu erleichtern. Neben diese Tauschmittelfunktion trat mit steigendem Einkommen und vor allem mit der sich öffnenden Schere der Einkommens- und Vermögensverteilung die Funktion des Wertspeichers, nämlich des Vermögens. Geld als Vermögen höchster Liquidität konkurriert mit anderen Vermögensarten wie Immobilien, Anlagen und langfristigen Gebrauchsgütern. Die dritte Facette ist die Finanzrechnung im Unternehmen. Der Wert eines Unternehmens jenseits periodisierter Engführung und als eines Bestandteils der Geldwirtschaft wird daran gemessen, ob es seine Zahlungsverpflichtungen erfüllen kann. Folglich bestimmt nicht der Markterfolg, die Befriedigung von Kundenwünschen oder die Beschäftigung kompetenter Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter den Unternehmenswert, sondern der positive Saldo von Zahlungsströmen. Ausschlaggebend sind jedoch nicht die Stromgrößen der Vergangenheit, sondern die zukünfti-

---

<sup>14</sup> Vgl. *Kamp, Lothar und Krieger, Alexandra*: Die Aktivitäten der Finanzinvestoren in Deutschland, Düsseldorf: Arbeitspapier 103 der Hans-Böckler-Stiftung 2005, 13 f.

gen riskanten Zahlungsströme, die auf den Gegenwartswert, den „shareholder value“, abdiskontiert werden.

Den internationalen Finanzmärkten wird in den Lehrbüchern eine positive Funktion zugesprochen, dass sie zwischen Sparern und Investoren vermitteln, das Kapital in diejenige Verwendung lenken, aus der eine optimale Verzinsung zu erwarten ist. Sie bewerten verschiedene Vermögensformen und ermöglichen damit den Anlegern, Finanztitel nach den eigenen Präferenzen der Sicherheit oder des Risikos zusammenzustellen. Die Risiken werden auf diejenigen verteilt, die sie am besten tragen können und wollen. Globale Geld- und Kapitalmärkte gestatten den Zugriff auf das Kapital jenseits nationaler Grenzen und überwinden die Barriere, die den Investoren durch das heimische Sparvolumen markiert ist. Internationale Finanzmärkte erzwingen einen dynamischen Wettbewerb zwischen weltweit operierenden Anlegern, Investoren und Banken. Sie sind selbststeuernd und effizient. Die real existierenden Finanzmärkte zeigen jedoch erhebliche Funktionsdefizite. Die Preise für Aktien, langfristige Schuldtitel und Derivate werden häufig von subjektiven und kurzfristigen Erwartungen sowie von imaginären Selbstinszenierungen bestimmt. Die Börsen sind ein Markt für Gerüchte. Der Handel mit Wertpapieren ist in den Vordergrund gerückt, die Erstaussstattung von Unternehmen mit Kapital tritt in den Hintergrund. Finanzkapital flutet in der monetären Zirkulation, während es investierenden Unternehmen vorenthalten bleibt. Die Finanzierung von Megafusionen spielt oft eine größere Rolle als der Börsenzugang kleiner und mittlerer Unternehmen. Die globalen Finanzmärkte folgen nicht dem idealtypischen Modell der vollständigen Konkurrenz, sondern sind von Macht- und Informationsasymmetrien dominiert. Institutionelle Großanleger nämlich Großbanken, Versicherungskonzerne und Investmentfonds im Verbund mit Rating-Agenturen und Analysten haben höhere Chancen, bedeutsame Informationen zu gewinnen, weiterzuleiten und zu beeinflussen, als atomisierte Kleinaktionäre. Da die Risikoeinstufungen vom Urteil und den Entscheidungen weniger Meinungsführer dominiert werden, sind kollektive blinde Flecken, Stimmungsumschwünge und Herdenverhalten unvermeidlich. Flatterhafte Kurse auf den Wertpapier- und Devisenmärkten, übertriebene Höhenflüge, spekulative Blasen und plötzliche Kursstürze prägen in regelmäßigen Abständen das Bild der Finanzmärkte. Noch wirksamer ist das Machtgefälle der hegemonialen Leit- oder Ankerwährungen gegenüber den nicht konvertierbaren Währungen. Deren Regierungen flüchten sich eher in eine „Dollarisierung“ oder „Euroisierung“ ihrer Währungen, als dass sie Zinsaufschläge für das Abwertungsrisiko ihrer Währungen hinnehmen.

Das offensive Auftreten, die kollektive Reserve oder das temporäre Abtauchen der Finanzinvestoren in Deutschland hängt stark von der leitenden Unternehmensphilosophie bzw. von den spezifischen Gewinnerwartungen der Großbanken, Sparkassen und öffentlichen Banken ab. Ob und in welchem Ausmaß sie von der Kreditvergabe auf den Wertpapierhandel und das Investmentgeschäft umschalten oder genau in der Gegenrichtung operieren, hat unmittelbare Auswirkungen auf die Strategie der Beteiligungsgesellschaften und der Kurssicherungsfonds. Deren Expansion war durch die Wachstumsdynamik der „New Economy“ während der 1990er Jahre beflügelt worden.

Aber nach dem Platzen der spekulativen Blase hatten die Banken das Risiko weiterer Kreditvergabe extrem gescheut. Ähnlich hat die Hypothekenkrise in den USA deutsche Geschäftsbanken extrem vorsichtig gemacht, zusätzliche Kredite zu vergeben. Daraufhin ist die Bereitschaft der Finanzinvestoren, Unternehmen mit kreditfinanziertem Eigenkapital auszustatten, merklich geschrumpft. Das Ausmaß fremdfinanzierter Beteiligungen wird wohl erst dann wieder steigen, wenn niedrige Zinsen nach einer Wachstumsschwäche die fälligen Anreize bieten.

### 3. Politische Gründe

Seitdem das marktradikale, wirtschaftliberale Credo mit den drei Glaubenssätzen – Vertraue auf die Selbstheilungskräfte der Märkte, der schlanke Staat ist der beste aller möglichen Staaten, die Geldpolitik der Notenbank wird, wenn sie nur rigoros die Inflation bekämpft, automatisch mehr Wachstum und Beschäftigung erzeugen – in Deutschland unter anderem durch das programmatische Lambsdorff-Papier von 1982 politisch wirksam wurde, hat eine öffentliche Sozialstaatskritik das Arbeitsrecht, die Tarifautonomie und vor allem die solidarischen Sicherungssysteme diffamiert. Der Sozialstaat sei zu teuer und ruiniere die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft auf den globalen Märkten, sei auf Grund der demographischen Entwicklung langfristig nicht finanzierbar und überhaupt fehlgeleitet. Seit der Jahrhundertwende haben bürgerliche Kampagnen versucht, die Bevölkerung darüber aufzuklären, dass eine private, kapitalgedeckte Altersvorsorge rentabler, kostengünstiger und demografiefester sei als die solidarischen, umlagefinanzierten Systeme der gesetzlichen Renten- und Krankenversicherung.<sup>15</sup> Auch prominente Katholiken stimmten in die Sozialstaatschelte ein, dass dieser eine Mentalität der Selbstbedienung zum Nulltarif begünstige, den Leistungsmissbrauch fördere, die Betroffenen entmündige, die familiäre Solidarität verdränge und den Willen zum Kind untergrabe.<sup>16</sup>

Die politischen Entscheidungsträger haben nicht nur dem öffentlichen Meinungsdruck nachgegeben, sondern auch selbst aktiv eine systemsprengende Deformation solidarischer Sicherungssysteme betrieben. Die rot-grüne Koalition unter Gerhard Schröder hat gesellschaftliche Risiken, für deren Eintritt die Individuen nicht verantwortlich gemacht werden können, tendenziell individualisiert, solidarische Sicherungen tendenziell privatisiert und damit wirtschaftlich-soziale Grundrechte tendenziell kommerzialisiert. Die beschlossenen Einschnitte erzeugen eine Abwärtsspirale, die von der relativen Sicherung eines erarbeiteten Lebensstandards tendenziell auf das Niveau von Fürsorgeleistungen und eines sozio-kulturellen Existenzminimums hinableitet.<sup>17</sup> Sie haben bewirkt, dass die Armutsrisikoquote weiter gestiegen ist und die

<sup>15</sup> Vgl. Heise, Arne: Dreiste Elite, Hamburg: VSA Verlag 2003.

<sup>16</sup> Vgl. Sekretariat der Deutschen Bischofskonferenz (Hg.): Die Deutschen Bischöfe / Kommission für gesellschaftliche und soziale Fragen Heft 28, Das Soziale neu denken, Bonn: Sekretariat der Deutschen Bischofskonferenz 2003.

<sup>17</sup> Vgl. Paquet, Robert: Der „vorsorgende Sozialstaat“ beginnt mit dem Abschied von der Sozialversicherung, in: Sozialer Fortschritt 56 (2007), 263-269; Schmähl, Winfried: Das Soziale in der Alterssicherung – Oder: Welches Alterssicherungssystem wollen wir?, in: Deutsche Rentenversicherung Heft 11-12/2006, 676-690.

Spreizung der Einkommen im unteren Bevölkerungssegment weiter zugenommen hat.<sup>18</sup> Auch in der so genannten Mittelschicht ist der Anteil der armutsgefährdeten Personen, besonders unter den klassischen Familienhaushalten gewachsen.<sup>19</sup> Die Umstellung und Anpassung der Rentenformel nach unten, der Nachhaltigkeitsfaktor und die „Rente mit 67“ haben das Vertrauen in die Solidarität unterhöhlt. Die Gesetze zur Entregelung der Leiharbeits- und befristeten Arbeitsverhältnisse haben eine Welle sozialer Entsicherung ausgelöst und ein Klima der Angst im Niedriglohnsektor verbreitet.<sup>20</sup> Die Regelsätze des Arbeitslosengelds II gewährleisteten keine Grundsicherung, weil sie das veränderte Verbrauchsverhalten und die gestiegenen Lebenshaltungskosten nicht berücksichtigten sowie das Niveau der Konsumausgaben real existierender Vergleichsgruppen erheblich unterschreiten.<sup>21</sup> Da dieser angebliche „Umbau“ des Sozialstaats stets mit einer Rhetorik der Eigenverantwortung und dem Appell zur privaten, steuerlich geförderten Vorsorge verbunden war, ließen sich die politischen Maßnahmen als eine Einladung an Finanzinvestoren und deren institutionelle Kapitalgeber verstehen, die Versorgungslücken, die mit dem Abbau des Sozialstaats verbunden sind, marktwirtschaftlich zu schließen. Infolgedessen hat sich ein tiefes Misstrauen gegen die solidarischen umlagefinanzierten Sicherungssysteme ausgebreitet, das deren Grundlagen zusätzlich erodieren ließ.<sup>22</sup> Gleichzeitig sind überzogene Erwartungen an eine private, kapitalgedeckte Vorsorge geweckt worden, die Finanzinvestoren im Verbund mit Banken, Versicherungen und Pensionsfonds zu bedienen bereit stehen, wengleich eine solche Vorsorge nicht weniger demografie- und risikofähig ist als die solidarische Absicherung gesellschaftlicher Risiken.

Die rot-grüne Koalition hat mit ihren finanz- und steuerpolitischen Entscheidungen, die wohl der etwas naiven Erwartung entsprangen, dass die Begrenzung der Bankenbeteiligung an den Industrieunternehmen allein schon den Standort Deutschland aufwerten würde, ziemlich euphorisch dem Engagement der Finanzinvestoren in Deutschland den Weg geebnet und damit die Schleusen für die Unterwanderung der so genannten Deutschland AG selbst geöffnet.<sup>23</sup> Durch mehrere Finanzmarktförde-

<sup>18</sup> Vgl. *Becker, Irene* und *Hauser, Richard*: Verteilungseffekte der Hartz-IV-Reform. Ergebnisse von Simulationsanalysen, Berlin: Sigma 2006, 67-97.

<sup>19</sup> Vgl. *Grabka, Markus M.* und *Frick, Joachim R.*: Schrumpfende Mittelschicht – Anzeichen einer dauerhaften Polarisierung der verfügbaren Einkommen?, in: DIW-Wochenbericht 10/2008, 101-108.

<sup>20</sup> Vgl. *Kalina, Thorsten* und *Weinkopf, Claudia*: Mindestens sechs Millionen Niedriglohnbeschäftigte in Deutschland: Welche Rolle spielen Teilzeitbeschäftigung und Minijobs?, IAT-Report 2006-03; *Rhein, Thomas* und *Stamm, Melanie*: Niedriglohnbeschäftigung in Deutschland. Deskriptive Befunde zur Entwicklung seit 1980 und Verteilung auf Berufe und Wirtschaftszweige, Institut für Arbeitsmarkt und Berufsforschung, Forschungsbericht, Nürnberg 12/2006.

<sup>21</sup> Vgl. *Becker, Irene*: Konsumausgaben von Familien im unteren Einkommensbereich. Empirische Ergebnisse für Paarhaushalte mit einem Kind vor dem Hintergrund des gegenwärtigen Grundsicherungsniveaus, Frankfurt am Main: Johann Wolfgang Goethe Universität 2007; *Kirchenamt der EKD* (Hg): Gerechte Teilhabe – Befähigung zu Eigenverantwortung und Solidarität, Eine Denkschrift des Rates der EKD zur Armut in Deutschland, Gütersloh: Gütersloher Verlagshaus 2006, 24-29.

<sup>22</sup> Vgl. *Manow, Philip*: Globalisierung, „Corporate Finance“ und koordinierter Kapitalismus. Die Alterssicherungssysteme als (versiegende) Quelle geduldigen Kapitals in Deutschland und Japan, in: *Windolf, Paul* (Hg.): Finanzmarkt-Kapitalismus. Analysen zum Wandel von Produktionsregimen, Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie, Sonderheft 45, Wiesbaden: VS Verlag 2005, 242-275.

<sup>23</sup> Vgl. *Rasmussen, Paul Nyrup*: „Es ist höchste Zeit, zu handeln“, in: Mitbestimmung, 9/2007, 40-43.

rungsgesetze wurde die Macht der Banken eingedämmt und der rechtliche und politische Rahmen auf die wirtschaftlichen Aktivitäten der Finanzinvestoren eingestellt. Mit dem Investmentgesetz wurden 2004 Kursicherungsfonds (Hedge Fonds) in der Form öffentlich gehandelter Dachfonds zugelassen. Die Gewinne, die Banken und Versicherungen aus dem Verkauf ihrer Unternehmensbeteiligungen erzielten, sollten steuerfrei sein. Die Kapitalbeteiligungsgesellschaften wurden von der Finanzverwaltung als „rein vermögensverwaltend“ eingestuft. Sie gelten nun gemäß der Rechtsprechung des Bundesfinanzhofs nicht als „gewerblich“, also steuerpflichtig, sondern als „steuertransparent“ und somit weitgehend steuerfrei.<sup>24</sup> Die hohe Verschuldung der öffentlichen Haushalte und die stetige Neuverschuldung, die von der konservativ-liberalen, rot-grünen und großen Koalition hingenommen wurde, haben auf allen Ebenen der öffentlichen Haushalte dramatische Finanzierungsengpässe erzeugt. Denen sind die Finanzminister oder Kämmerer oft nur dadurch entkommen, dass sie öffentliche Vermögen und Unternehmen sowie Sozialwohnungen privatisiert haben, um finanziell wenigstens kurzfristig entlastet zu werden und politische Handlungsspielräume wieder zu gewinnen. Für Finanzinvestoren eröffnete sich dadurch ein weites und auf Dauer profitables Betätigungsfeld. Die als Jahrhundertwerk inszenierte, in mehreren Stufen beschlossene Steuerreform hat, wie sich im Nachhinein herausstellt, die vermeintlichen Leistungsträger im Bereich der Höherverdienenden tendenziell entlastet, während den breiten Bevölkerungsschichten die Massensteuern, darunter die Mehrwert- und die Verbrauchsteuern, sowie die Abgaben und Gebühren auferlegt worden sind. Gleichzeitig scheint durch die Steuerreform zielstrebig der Umbau von einem bankengestützten Finanzstil zu einem kapitalmarktgestützten Finanzstil vorangetrieben worden zu sein.<sup>25</sup>

Mit der Expansion von Finanzinvestoren auf dem deutschen Markt scheinen zwei Wirtschafts- und Finanzstile aufeinander zu prallen – der US-amerikanisch-angelsächsische und der deutsch-kontinentaleuropäische Finanzstil.<sup>26</sup> In einem idealtypischen Vergleich sind die Unternehmen in Deutschland überwiegend durch Banken und Kredite gesteuert, die langfristigen Investitionsentscheidungen von personellen und finanziellen Verflechtungen flankiert. Darüber ist in der deutschen Nachkriegszeit ein Unternehmenskonzept gewachsen, das einen Personenverband bzw. ein Vertragsnetz derjenigen darstellt, die sich im Unternehmen persönlich und finanziell engagieren, nämlich der Manager, Belegschaften, Anteilseigner, Banken, Kunden, Zulieferer und Kommunen. Die Manager haben das Mandat, unter den im Unternehmen engagierten Personen und Gruppen einen fairen Interessenausgleich herzustellen. Der deutsche Finanzstil ist kooperativ angelegt, weniger dynamisch und riskant. Im Unterschied dazu werden gemäß dem US-amerikanischen Finanzstil die Unternehmen

---

<sup>24</sup> Vgl. *Jarass, Lorenz und Obermair, Gustav M.*: Steuerliche Aspekte von Private-Equity- und Hedge-Fonds – unter Berücksichtigung der Unternehmenssteuerreform 2008, Edition der Hans-Böckler-Stiftung 202, Düsseldorf: Hans-Böckler-Stiftung 2007, 24–26.

<sup>25</sup> Vgl. *Schmidt, Reinhard H.*: „Und wer kontrolliert die Manager?“, in: Mitbestimmung 6/2006, 33–35.

<sup>26</sup> Vgl. *Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung*: Gutachten 2005/06, Wiesbaden: Statistisches Bundesamt 2005, 457–463, 463.

vorrangig über die Aktienmärkte und die Pensionsfonds gesteuert. Die Manager sind gezwungen, ihre Entscheidungen in erster Linie an den Börsenkursen ihres Unternehmens zu orientieren und das Image des Unternehmens in kurzen Zeitabständen den professionellen Analysten zu präsentieren. Das Unternehmen wird ausschließlich als ein Vermögensgegenstand in den Händen der Anteilseigner gesehen. Diese können die Beteiligungsmehrheit erwerben und Manager einsetzen, die ihnen genehm sind, profitable Unternehmen entkernen und Restbetriebe samt ihren Belegschaften abstoßen. Die Manager haben das Mandat, ausschließlich die Interessen der Aktionäre zu verfolgen. Dieser Finanzstil setzt die Konzernmanager dem rauen Wind der Finanzmärkte aus, erzeugt eine hohe Dynamik und treibt dazu an, gewagte Entscheidungen zu fällen, um unter hohem Risiko außerordentliche Gewinne zu erzielen.

### III. Wozu in Deutschland?

Das vorrangige Interesse der Kapitalbeteiligungsgesellschaften und der Kurssicherungsfonds an deutschen Unternehmen lässt sich ermitteln, wenn die Facetten ihrer Beteiligungsabsicht und der Beteiligungsfinanzierung identifiziert werden.

#### 1. Beteiligungsabsicht

Wenn Finanzinvestoren einem Zielunternehmen Eigenkapital zur Verfügung stellen, lassen sich drei Beteiligungsabsichten deutlich unterscheiden: Entweder stehen der Kauf eines Unternehmens („Buy“), dessen Wertsteigerung innerhalb eines begrenzten mittelfristigen Zeitraums („Fix“) und dessen Verkauf („Exit“) zu einem höheren Preis im Brennpunkt. Oder es geht vor allem darum, das Wachstum und die Entwicklung eines – in der Regel kleinen und mittleren – Unternehmens (Venture Capital) zu fördern. Oder die Beteiligung hat den Zweck, das Unternehmen als Ganzes zu zerschlagen und einzelne Filetstücke profitabel zu veräußern.

a) Die Wertsteigerung des Zielunternehmens, dem Eigenkapital zur Verfügung gestellt wird, erfolgt entweder durch eine intensive, kooperative Beratung der Manager, die bisher das Unternehmen geleitet haben. Oder sie besteht in einer konfrontativen Form, indem die bisherigen Manager durch solche ausgetauscht werden, die den Absichten der Beteiligungsgesellschaft vorbehaltlos folgen. Es können auch eigene Vertreter in den Aufsichtsrat des Unternehmens entsendet werden. Um die Manager für die Absichten der Beteiligungsgesellschaft zu gewinnen, werden sie am Unternehmenserfolg beteiligt; ihre Vergütung wird an die Entwicklung relevanter Kennzahlen des Unternehmens oder des Aktienkurses gekoppelt. Zu den eminent wichtigen Maßnahmen gehört die „Rekapitalisierung“ des Unternehmens, die Veränderung der finanziellen Bilanzstruktur. Die Finanzierungsbausteine werden nach Kapitalgebern und ihrer Laufzeit sortiert, umstrukturiert und bezüglich der Kreditbeziehungen und Bankverbindungen konzentriert. Vermögensbestände, die nicht betriebsnotwendig

sind, werden veräußert. Um Kapitalkosten zu sparen, wird das im Unternehmen gebundene Eigenkapital teilweise durch Fremdkapital ersetzt. Die frei werdenden Mittel schöpft die Beteiligungsgesellschaft ab. Um Sonderausschüttungen zu ermöglichen, wird die Rechtsform des Unternehmens in eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung geändert. Zur effizienten und transparenten Steuerung des Unternehmens werden Finanzkennziffern verwendet und dessen konsequente Ausrichtung auf den Kapitalmarkt vorangetrieben. Solche operativen Änderungen sind Bestandteile einer veränderten Strategie. Die Beteiligungsgesellschaft erwartet eine Steigerung der unternehmerischen Wertschöpfung, indem die Unternehmensleitung von der übergeordneten Konzernleitung unabhängiger wird. Deshalb betreibt man die Ablösung des Unternehmens vom Konzern, konzentriert sich auf das Kerngeschäft und veräußert Sparten am Rand. Solche „realen“ Umstrukturierungen sind häufig von Personalabbau, Arbeitsverdichtung und Arbeitszeitverlängerung begleitet.

b) In der Literatur, die von der Kapitalbeteiligungsbranche in Umlauf gebracht wird, stehen verständlicherweise die Unternehmensbeteiligungen im Mittelpunkt, die jungen und dynamischen, selbständigen Unternehmern Wagniskapital (Venture Capital) zur Verfügung stellen. Die dabei fälligen Restrukturierungen sind jeweils der Frühphase, der Aufbauphase und der Expansionsphase des Unternehmens sensibel angepasst. Andere Eingriffe, nämlich Rettungsmaßnahmen, erscheinen als notwendig, wenn das Unternehmen konsolidiert und saniert werden soll. Für die Vorbereitung des Börsengangs sind wieder andere, passgenaue Maßnahmen angebracht. Als Alternative zur Börsenplatzierung des Unternehmens bietet sich ein außerbörslicher Verkauf an. Dazu müssen jedoch andere, mit der Branche vertraute Unternehmen oder auch andere Beteiligungsgesellschaften gefunden werden.

c) Mit der zunehmenden Verbreitung der Kurssicherungsfonds (Hedge Fonds) in Deutschland scheinen sich konfrontative Beteiligungsformen und feindliche Übernahmen von Zielunternehmen zu häufen. Das aktivistische, spektakuläre Auftreten einiger weniger Manager von Kurssicherungsfonds in den Hauptversammlungen deutscher Publikumsgesellschaften, die als Übernahmekandidaten angepeilt werden, hat in der Öffentlichkeit wiederholt Aufsehen erregt. Die Beteiligungsabsichten scheinen in erster Linie darauf gerichtet zu sein, Konglomerate und Mischkonzerne, die als ineffizient gelten, zu zerschlagen, in ihre Bestandteile zu zerlegen und profitable Sparten zur Wertsteigerung auszufiltern. Im ungünstigen Fall hat eine solche Beteiligung einen radikalen Personalabbau und eine Wertvernichtung zur Folge. Ein auffällig aggressiver Aktionärsaktivismus richtete sich in den vergangenen Jahren gegen den Vorstand und Aufsichtsrat des Karlsruher Unternehmens IWKA mit den Sparten Roboter, Verpackung und Automobilzulieferung sowie gegen das Schifffahrts- und Touristikunternehmen TUI.

## 2. Beteiligungsfinanzierung

Die betriebswirtschaftliche, kapitalmarktorientierte Botschaft der Finanzinvestoren besteht erstens in der Diagnose, dass deutsche Unternehmen auf Dauer mit Engpässen

der Kreditvergabe durch private Geschäftsbanken, die das Investmentbanking vorziehen, oder durch öffentliche Banken, deren Sonderstatus durch europäische Richtlinien bedroht ist, zu rechnen hätten. Angesichts dieser Finanzierungslücke seien deutsche Unternehmen auf Grund des Rückzugs der Banken und des Ausfalls komfortabler Fremdfinanzierung vermehrt auf die interne Finanzierung, den Aufbau und den Erwerb von Eigenkapital angewiesen. Der Aufbau von Eigenkapital in der Form der Selbstfinanzierung über erhöhte Preise sei angesichts der globalen Konkurrenz, der ihre Produkte ausgesetzt sind, nur beschränkt möglich und allenfalls im Ausnahmefall profitabel. So biete sich, um die Eigenkapitallücke zu schließen, der Erwerb von Eigenkapital durch die Börse, die indessen nur wenigen Unternehmen zugänglich ist, oder die außerbörsliche Kapitalbeteiligung von Finanzinvestoren an.

Die Finanzinvestoren eröffnen den Zielunternehmen nun zwei Wege der Defizitbewältigung. Der erste Weg besteht in einer ausschließlichen Bereitstellung von Eigenkapital, das sie bei privaten und institutionellen Anteilseignern eingesammelt haben. Der zweite Weg besteht darin, dass der größere Teil des zur Verfügung gestellten Eigenkapitals erst durch die Aufnahme von Bankkrediten gewonnen wird. Auf der Grundlage des im Zielunternehmen mobilisierten Eigenkapitals bietet sich die Chance, zinsgünstiges Fremdkapital aufzunehmen. Durch die Hebelwirkung infolge des Verhältnisses von Fremd- und Eigenkapital entsteht eine überdurchschnittliche Eigenkapitalrendite. Nun mag eine Eigenkapitalbeteiligung durch Verschuldung widersprüchlich und riskant klingen. Da jedoch betriebswirtschaftlich geschulte Finanzexperten davon überzeugt sind, dass die Unterscheidung zwischen dem Eigenkapital als „guter“ Finanzierungsform und dem Fremdkapital als „schlechter“ Finanzierungsform finanzwirtschaftlich nicht zu begründen sei,<sup>27</sup> und dass es auch keine „natürliche“ Grenze der Verschuldung gebe – außer einen Grad der Überschuldung, der zum Verlust der Zahlungsfähigkeit eines Unternehmens führt –, wäre ein solcher Finanzierungsmix nur dann verwegen, wenn das Zielunternehmen seinen Zahlungsverpflichtungen nicht mehr nachkommen kann.

#### IV. Nützlich/Schädlich in Deutschland

Nach der begrifflichen, nicht trennscharfen Abgrenzung, und nachdem die Gründe des expansiven Auftretens der Kapitalbeteiligungsgesellschaften und der Kurssicherungsfonds in Deutschland geprüft und deren Absichten skizziert worden sind, soll nun der Versuch unternommen werden zu beurteilen, welche Risiken für die Zielunternehmen und für das Finanzsystem mit den Aktivitäten der Finanzinvestoren verbunden sind.

---

<sup>27</sup> Vgl. Schäfer, Dorothea und Fischer, Alexander: Angst vor Finanzinvestoren unbegründet, in: DIW Wochenbericht 11/2008, 125-131, 127 f.

## 1. Kontroverse Hypothesen<sup>28</sup>

a) Folgt man dem Selbstbildnis der Branche der Kapitalbeteiligungsgesellschaften, so trifft der Vorwurf einer Insektenplage nicht zu. Die Finanzinvestoren bezeichnen sich eher als „Heinzelmännchen“, eifrige Helfer und Retter in Not, die Sachen anpacken, an die sich sonst niemand herantraut. Sie würden den Unternehmen in schwierigen, oft ausgeweglosen Situationen Risikokapital zur Verfügung stellen, das ihnen von den Banken derzeit nicht mehr angeboten wird. Sie seien der wichtigste Motor bei der Einführung neuer Technologien und hätten in erster Linie ein langfristiges Investitionsinteresse. Neben dem Vorteil für die Unternehmen seien die positiven Wirkungen für die Gesamtwirtschaft offenkundig. Kunden, Geschäftspartner und Zulieferer profitierten von der verbesserten Marktstellung des Unternehmens. Die Beschäftigung steige, der Arbeitsmarkt werde entlastet und der Staat gewinne zusätzliche Steuereinnahmen.<sup>29</sup>

b) Die Heuschrecken-Hypothese geht auf eine Rede des SPD-Generalsekretärs Franz Müntefering zurück, der im April 2005 während eines Vortrags bei der Friedrich-Ebert Stiftung in Berlin und anschließend im Verlauf eines Interviews mit der Bildzeitung das spekulative und kurzfristige Interesse der Finanzinvestoren kritisiert hatte. Auf dem Altar von Superrenditen würden Arbeitsplätze, Traditionsunternehmen und das deutsche Wirtschaftsmodell geopfert. Die Folgen seien überschuldete Unternehmen, Stellenabbau, Lohnkürzungen und der Rückgang langfristiger Investitionen.

c) Eine dritte Hypothese – die Extraktionshypothese – findet sich in einer Studie, die 2007 an der Universität von Manchester veröffentlicht wurde. In ihr wird bezweifelt, dass sich allgemeinverbindliche Aussagen über die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen des Engagements von Kapitalbeteiligungsgesellschaften machen lassen. Die sprichwörtlichen Superrenditen der Fonds seien empirisch nicht belegt. Deren Strategien seien unterschiedlich, die Branche sei heterogen, positive und negative Wirkungen würden sich gegenseitig aufheben. Unabhängig davon gelinge es indessen einer kleinen Elite von Managern in der Beteiligungsgesellschaft und im Zielunternehmen, deren Vermögen unabhängig von der eigentlichen Wertentwicklung des Unternehmens abzuschöpfen.<sup>30</sup>

## 2. Unternehmensrisiken

a) Die Kapitalbeteiligungsgesellschaften setzen offenkundig in den Zielunternehmen eine strenge Finanzrechnung durch. Sie definieren Kennziffern, mit deren Hilfe

---

<sup>28</sup> Vgl. *Fricke, Jacob*: Private Equity in Deutschland, Frankfurter Arbeitspapiere zur gesellschaftsethischen und sozialwissenschaftlichen Forschung 51, 2008, 22-24.

<sup>29</sup> Vgl. *Frommann, Holger* und *Dahmann, Attila*: Zur Rolle von Private Equity und Venture Capital in der Wirtschaft, Berlin: Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften, 2005, 1. 20.

<sup>30</sup> Vgl. *Froud, Julie* und *Williams, Karel*: Private equity and the culture of value extraction. Working Paper No. 31, Manchester: Centre for Research on Socio-Cultural Change 2007.

die unternehmerischen Entscheidungen gesteuert werden. Diese sollen über zukünftige Zahlungsströme Auskunft geben, also über Erwartungswerte, die den subjektiven Einschätzungen sowohl der Manager als auch der Kapitalgeber und Analysten unterliegen. Deren individuelle Subjektivität ist indessen eingebettet in kollektive Stimmungslagen, wechselnde Modewellen, weltanschauliche Mythen und jene hegemonialen Diskurse über optimale Unternehmensziele, die an den Börsen und auf den Kapitalmärkten jeweils und in atemberaubendem Wechsel die Lufthoheit beanspruchen. Dass es zu einer riskanten Ablösung der monetären Sphäre von der realwirtschaftlichen Sphäre kommt, wird von neoklassischen Ökonomen bestritten oder als nur kurzfristig relevant relativiert. Mittel- oder langfristig käme es, wenngleich nicht ohne krisenhafte Brüche, zu wechselseitigen Anpassungen der beiden Sphären. Aber wenn kurzfristig flatterhafte oder spekulativ nach oben getriebene Börsenkurse zum Maßstab unternehmerischer oder gar betrieblicher Erfolgsziffern werden, die eine verbindliche Mindestrendite vorgeben, ist nicht auszuschließen, dass eine solche Finanzrechnung den Verschleiß des realen Arbeitsvermögens oder eine Rationierung des realen Güterangebotes zur Folge hat. Abhängig Beschäftigte oder Kunden lassen sich nicht mit Versprechungen auf eine ungewisse Zukunft abfinden. Sie leiden genug an gegenwärtigen Strukturbrüchen und enttäuschten Erwartungen. Folglich gibt die rein monetäre Wertsteigerung einen nur begrenzten Aufschluss über die reale Wertsteigerung des Zielunternehmens.

b) Die Finanzinvestoren können und wollen nicht lange warten. Das Beteiligungskapital steht nicht zeitlos zur Verfügung. Das Kauf- und Verkaufsinteresse am Unternehmen ist auf die Wertsteigerung innerhalb eines überschaubaren Zeitraums gerichtet. Im Extrem könnte unterstellt werden, dass die Beteiligungsgesellschaft ein Unternehmen kauft, dieses zerlegt, seine stillen Reserven auflöst, es dann wieder verkauft und geschwächt zurücklässt. Gegen eine solche Unterstellung wendet der Sachverständigenrat in seinem Gutachten ein, dass eine solche Strategie scheitern werde, weil es unter der Annahme effizienter Aktienmärkte dem Finanzinvestor nicht gelinge, gleichzeitig den Wert des Unternehmens zu zerstören und anschließend die Beteiligung mit Gewinn zu verkaufen.<sup>31</sup> Aber wenn die real existierenden Aktienmärkte, wie oben vermutet, nicht dem Konstrukt der vollständigen Konkurrenz entsprechen, mag der unterstellte extrem ungünstige Fall vielleicht die absolute Ausnahme bleiben. Dennoch macht der strategisch begrenzte Zeitraum Konflikte zwischen einem kurzfristigen und längerfristigen Unternehmenshorizont, in dem innovative Verfahren und Güter ausreifen können, wahrscheinlich oder gar unvermeidlich. Was kurzfristig als effizient angesehen wird, muss es nicht längerfristig sein, weil die aktuelle Lage der Finanzmärkte bei den Entscheidungen den Ausschlag gibt. Wer meint, dass sich eine Strategie, die langfristig hoch profitabel, kurzfristig jedoch verlustreich ist, im aktuellen Aktienkurs niederschlägt, hat wohl ein überzogenes Vertrauen in die Börsenkurse,

---

<sup>31</sup> Vgl. *Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung*: Gutachten 2005/06, Wiesbaden: Statistisches Bundesamt 2005, 457-463, 466.

dass sie authentische Informationen über zukünftige Gewinne liefern.<sup>32</sup> Weil dies jedoch nur begrenzt der Fall ist, kommt es häufig zu einem mehrmaligen Wechsel der Manager im Zielunternehmen und in der Folge zu hektischen Umstrukturierungen, mit denen die Belegschaft meist ohne vorherige Information konfrontiert wird. Deren Motivation und Identifizierung mit dem Unternehmen wird dadurch nicht gefördert. So wird der Wert kompetenten Arbeitsvermögens als Ressource zukünftiger Gewinne fahrlässig verschlissen.

c) Die Finanzinvestoren steigern den Wert des Unternehmens mit Hilfe der Hebelwirkung, indem sie kreditfinanziertes Eigenkapital dem Unternehmen zur Verfügung stellen. Die Verschuldung wird in der Regel dem Zielunternehmen aufgebürdet. Es lässt sich nicht ausschließen, dass das Unternehmen nicht robust genug ist, diese Last zu tragen und es zu einer Überschuldung kommt. Idealtypische Modellkonstrukteure sehen darin kein ernsthaftes Problem, weil der Finanzinvestor nicht daran interessiert sein könne, dass infolge der hohen Verschuldung der erwartete Verkaufspreis geschmälert wird. Außerdem argumentieren sie, dass eine angemessene Eigenkapitalrendite nicht ohne hohe Verschuldung erzielbar sei. Schließlich übe die hohe Verschuldung eine disziplinierende Wirkung auf das Management des Zielunternehmens aus. In Einzelfällen sei indessen eine Überschuldung mit dem Risiko der Insolvenz nicht vermeidbar. Aber die angeblichen Einzelfälle treten relativ häufig auf. Die Firma Grohe beispielsweise hat die Übernahme 1999 durch die Beteiligungsgesellschaft BC Partners und 2004 durch die Texas Pacific Group und die Credit Suisse First Boston Private Equity gleich zweimal selbst finanzieren müssen. Die Firma Sirona wurde 1997 aus dem Siemens-Konzern herausgelöst und an die Beteiligungsgesellschaft Permira, 2003 an den nordeuropäischen Beteiligungsfonds EQT und 2005 an den US-amerikanischen Fonds Madison Dearborn verkauft. Durch den dreimaligen Verkauf unter Finanzinvestoren innerhalb von acht Jahren ist dem Zielunternehmen eine wachsende Schuldenlast aufgebürdet worden. Der Bundesfinanzminister verkaufte im Jahr 2000 die Bundesdruckerei an den britischen Finanzinvestor Apax. Ein Viertel des Kaufpreises wurde mit eigenem Kapital bezahlt, drei Viertel mit öffentlichen Krediten. Die Schulden wurden der Druckerei aufgeladen. Als diese in die Verlustzone geriet und ihr die Insolvenz drohte, wurde sie zu einem symbolischen Preis von 1 € an eine Aufgangsgesellschaft der Hessischen Landesbank veräußert.<sup>33</sup>

d) Innerhalb des Zielunternehmens verschieben sich die Machtverhältnisse. Die Manager haben kein Mandat mehr, zwischen den verschiedenen Interessen, die im Unternehmen wirksam sind, zu vermitteln. Bisher hatten sie die Interessen der Aktionäre neben anderen bedient. Der Vorstand repräsentierte im Verbund mit dem Aufsichtsrat das „Unternehmen an sich“ – unter Einschluss der Vertreter abhängiger, fremder Arbeit. Nun restrukturieren die Finanzinvestoren das interessenplurale Un-

<sup>32</sup> Vgl. *Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung*: Gutachten 2005/06, Wiesbaden: Statistisches Bundesamt 2005, 457-463, 467.

<sup>33</sup> Vgl. *Kamp, Lothar und Krieger, Alexandra*: Die Aktivitäten der Finanzinvestoren in Deutschland, Düsseldorf: Arbeitspapier 103 der Hans-Böckler-Stiftung 2005, 46-48.

ternehmen zu einem solchen um, das einem einzigen Interesse dient, dem der Kapitaleigner. Das Unternehmen wird als Vermögensgegenstand der Anteilseigner betrachtet. Folglich sind die Manager während des Regimes der Finanzinvestoren gehalten, den Wiederverkaufspreis des Unternehmens zu erhöhen. Fraglos wird unterstellt, dass das Eigentum an Produktionsmitteln nach denselben Gesichtspunkten zu bewerten sei wie das Eigentum an langlebigen Gebrauchsgütern etwa Kleidung, Autos, Wohnungen oder Häuser, über das Individuen verfügen. Dabei kann das Produktiveigentum nur durch den Einsatz fremder Arbeit profitabel genutzt werden. Folglich sollte sich aus dem Zusammenspiel der Kapitaleigner, der Manager und der abhängig Beschäftigten bei der Herstellung von Gütern eine differenzierte Verteilung der unternehmerischen Wertschöpfung ergeben, die den Ansprüchen aller Beteiligten und nicht nur den Ansprüchen der Kapitaleigner gerecht wird.

### 3. Systemrisiken

Die bisherige unternehmensbezogene Risikoprüfung hat sich im Rahmen des Angebots und der Nachfrage jener Akteure bewegt, die Unternehmen kaufen und verkaufen wollen. Sie hat jene Triebkräfte sortiert, die das Angebot innovativer Finanzinstrumente und die Nachfrage nach Restrukturierungen solcher Unternehmen lenken, damit deren Rentabilität steigt. Doch bleibt der Horizont einer solchen Risikoprüfung verengt. Bereits die Vielfalt der Interessen im und um das Zielunternehmen herum – Aktionäre, Manager, abhängig Beschäftigte, leitende Angestellte, Belegschaftsmitglieder, Kunden, natürliche Umwelt, Kommunen, zivile Akteure und Staat machen die gesellschaftliche Einbettung und systemische Vernetzung der Finanzinvestoren deutlich. Den Systemrisiken, die von Finanzinvestoren erzeugt werden (können), gelten folgende sechs Erwägungen.

a) Obwohl 2006 fünf spektakuläre Unternehmenskäufe in Deutschland, nämlich von Pro Sieben Sat.1 Media AG, KarstadtQuelle AG, Altana Pharma AG, Kion Group GmbH und Europcar International SA mit einem Volumen von etwa 22 Milliarden Euro zustande kamen, und obwohl die Finanzinvestoren in Deutschland ein Beteiligungskapital von 3,6 Milliarden Euro investiert haben, bleibt das Engagement der Kapitalbeteiligungsgesellschaften und Kurssicherungsfonds eine Bewegung am Rand. Zwar halten die Beteiligungsgesellschaften in Deutschland derzeit ein Beteiligungskapital im Wert von etwa 23 Milliarden Euro. Das Vermögen, von dem zwei Drittel aus Deutschland stammen, macht gerade mal 0,25 Prozent des Bruttonutzenprodukts aus. Der Verdacht eines Ausverkaufs deutscher Unternehmen an ausländische Investoren oder einer massiven Überfremdung der so genannten Deutschland AG bzw. des Rheinischen Kapitalismus ist indessen unbegründet.

b) Als ein beunruhigendes Systemrisiko wird derzeit die mangelnde Transparenz einzelner Finanzgeschäfte, deren Risiken kumulieren, eingeschätzt. Die Immobilienkrise in den USA hat aufgedeckt, dass die beteiligten Akteure das Risiko verbrieft Hypothekenkredite und Zweckgesellschaften nicht richtig eingeordnet oder deren

Ausmaß überhaupt nicht realistisch wahrgenommen haben. Auch die Finanzinvestoren sind in ein Netz offener und versteckter Kredit- und Geldmarktbeziehungen verweben. Sie federn Risiken in krisenhaften Unternehmen ab. Aber mit den akrobatischen Restrukturierungen der Firmen, an denen sie beteiligt sind, können sie zusätzliche Systemrisiken erzeugen. Von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich wurde wiederholt angemahnt, neben den Banken auch die Versicherungen und Investmentfonds einer öffentlichen Aufsicht und Kontrolle zu unterziehen. Vor allem scheint die Transparenz riskanter Finanzgeschäfte völlig unzureichend zu sein. Im Visier der Börsen- und Finanzaufsicht stehen die unregulierten Kurssicherungsfonds (Hedge Fonds), insbesondere wenn sie in den freien Bankzonen (offshore) ihren Sitz haben und sich der öffentlichen Aufsicht reifer Volkswirtschaften entziehen, in denen sie operieren. Der Derivatehandel, der in den Bilanzen der Banken nicht erscheint, bleibt ebenso undurchsichtig wie die Kreditbeziehung zwischen Banken und den eigenen Kurssicherungsfonds. Darüber hinaus wird die Meldepflicht wesentlicher Beteiligungen an Publikumsgesellschaften zu nachlässig gehandhabt.

c) Die Stabilität des globalen Finanzsystems ist ein öffentliches, aber unsicheres Gut. Riskante Manöver und spekulative Attacken der Kurssicherungsfonds (Hedge Fonds) verschärfen in kritischen Phasen die Flatterhaftigkeit der Wertpapierkurse. Wenn sie ihren Zahlungsverpflichtungen nicht nachkommen können, lösen sie Dominoeffekte bei den ihnen verbundenen kreditgebenden Banken und auf den nahe liegenden Märkten aus. Auch Beteiligungsgesellschaften bleiben vor den Folgen überschuldeter Zielunternehmen, vor Herdenverhalten und verheerenden Fehleinschätzungen nicht bewahrt.<sup>34</sup>

Die aktuelle US-Immobilienkrise weckt die Erinnerung an die Krise des Fonds Long Term Capital Management im Sommer 1998. Die Firma hatte Anlagen von 129 Milliarden US-\$, Schulden in Höhe von 125 Milliarden US-\$ und ein Eigenkapital von 4,5 Milliarden US-\$. Die Kombination von mangelnder Transparenz und hoher Verschuldung hatte damals die Kapitalmärkte an den Rand des Abgrunds getrieben. Die internationalen Aufsichtsgremien befürchten, dass sich ein solcher Vorfall wiederholen könnte. Allerdings haben sich wie damals, als ein Zusammenbruch des Finanzsystems durch eine Stützungsoperation der Notenbanken wirtschaftlich führender Staaten verhindert wurde, so auch jetzt die US-amerikanische und die Europäische Zentralbank zur Bereitstellung von Liquiditätshilfen an die Banken in Höhe von mehreren 100 Milliarden € entschlossen. Dabei scheint das wirkliche Ausmaß der gegenwärtigen Finanzkrise noch gar nicht voll ermessen zu sein.

Schulden- und Finanzkrisen gehören zum Kapitalismus wie das Wasser zum Meer. Aber im Gegensatz zur Insolvenz des LTCM und zur Immobilienkrise hat 1997 die Krise der asiatischen Länder Thailand, Indonesien, Philippinen, Malaysia und Südkorea, deren „fundamentale“ Wirtschaftsdaten als gesund eingeschätzt wurden, die USA

---

<sup>34</sup> Vgl. *Voth, Hans-Joachim*: Transparenz und Fairness auf einem einheitlichen europäischen Kapitalmarkt, Edition der Hans-Böckler-Stiftung 203, Düsseldorf 2007, 12-20; *Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung*: Gutachten 2005/06, Wiesbaden: Statistisches Bundesamt 2005, 469-473.

und Europa nur am Rand berührt. Für die Konstellation von Bankenkrise, Kursverfall der Wertpapiermärkte und Währungskrise waren ein Kreditboom auf den internationalen Finanzmärkten, eine hektische Kapitalmarktliberalisierung, eine hohe, angesichts überzogener Sparquoten funktionslose Auslandsverschuldung, ein kurzfristiger Kapitalabfluss und ein drastischer Währungsverfall ursächlich.

d) Die Finanzinvestoren erzeugen ein besonderes Systemrisiko für den kooperativen Kapitalismus, der die Trennung von Eigentumsrechten und Kontrollbefugnissen im Unternehmen verankert und damit eine Art demokratischer Arena pluraler Interessenvertretung geschaffen hatte, nämlich eine im Gegensatz zum Unternehmerkapitalismus deutliche Verschiebung und ausgewogene Verteilung wirtschaftlicher Macht im Unternehmen, in der Wirtschaft und in der Gesellschaft.<sup>35</sup> Kapitalistische Marktwirtschaften sind ursprünglich gekennzeichnet durch das primäre Machtgefälle zwischen einer gesellschaftlichen Minderheit, die das Eigentum an Produktionsmitteln beanspruchen, und der Mehrheit der Bevölkerung, die bloß über ein Arbeitsvermögen verfügt, mit dem sie ihren Lebensunterhalt zu bestreiten sucht.<sup>36</sup> Die Beziehungen zwischen beiden Gruppen zur produktiven Kooperation werden über den Arbeitsvertrag geregelt, der ursprünglich unter ungleichen Bedingungen ausgehandelt und vereinbart wird. Erst durch die Selbstorganisation der abhängig Beschäftigten, das Arbeitsrecht, die Tarifautonomie, die Betriebsverfassung, die Mitbestimmung im Aufsichtsrat und die solidarischen Sicherungssysteme besteht nun die Chance, dass es überhaupt zu Verträgen auf gleicher Augenhöhe kommt. Außerdem sind in den westlichen Verfassungen die bürgerlichen Freiheitsrechte der Vermögenseigentümer komfortabel gesichert, nicht oder weniger dagegen die wirtschaftlich-sozialen Grundrechte abhängig Beschäftigter auf wirtschaftliche Einbindung und gesellschaftliche Beteiligung, auf Arbeit, ein sozio-kulturelles Existenzminimum sowie den gleichen Zugang zu Bildungs- und Gesundheitsgütern. Diese grundrechtlichen Lücken wurden konzeptionell durch den Sozialstaat und die selbstorganisierte Gegenmacht der abhängig Beschäftigten geschlossen, so dass das Interesse der Kapitaleigner auf eine Vermarktung menschlicher Arbeit an rechtsverbindliche Schranken stößt. Diese einem kooperativen Kapitalismus eingezogenen zivilgesellschaftlichen und staatlichen Schranken drohen durch die Expansion der Kapitalbeteiligungsgesellschaften und vor allem der Kurssicherungsfonds eingerissen zu werden, indem sie die Finanzrechnung zum ausschließlichen Erfolgsmaßstab des Zielunternehmens erklären.

e) Der Verlust bzw. wenigstens die Einbuße an Souveränität ist ein Systemrisiko, das dem Nationalstaat durch die Expansion der Finanzinvestoren und die Dominanz globaler Finanzmärkte droht. Rolf E. Breuer, der frühere Vorstandssprecher der Deutschen Bank, hat behauptet, die Finanzmärkte seien quasi die fünfte Gewalt in der Demokratie. Sie würden nicht nur die Unternehmen, sondern auch nationale Regierungen kontrollieren – und zwar sensibler als vierjährige Parlamentswahlen. Die Ent-

<sup>35</sup> Vgl. *Windolf, Paul*: Das neue Regime des Finanzmarkt-Kapitalismus, in: *Mitbestimmung* 6/2006, 16–23.

<sup>36</sup> Vgl. *Nell-Brenning, Oswald von*: Kapitalismus – kritisch betrachtet, Freiburg: Herder<sup>2</sup> 1986.

scheidungen der Kapitaleigner würden die Regierungen dazu bewegen, Steuern, Löhne und Sozialabgaben zu senken, die Gewerkschaften in Schach zu halten sowie möglichst wenig Maßnahmen der Umverteilung zu ergreifen.<sup>37</sup> Eine solche Politik der „Postdemokratie“ sei ein „Regieren gegen das Volk“, wird behauptet.<sup>38</sup> Nicht die Beteiligung des Volkes bestimme die Entscheidungen der staatlichen Organe, sondern der Schulterchluss mit wirtschaftlichen und wissenschaftlichen Eliten. Die politische Verantwortung werde auf Kommissionen, Sachverständige, Beauftragte und Beiräte verlagert. Eine Politik, die wirtschaftlich vernünftig ist, werde als richtig, gerecht und ohne Alternative propagiert. Wenn das Volk sie nicht auf Anhieb versteht, müsse sie erklärt und besser vermittelt werden. Dass politische Entscheidungen von parlamentarischen Vertretern getroffen werden, ist nicht anfechtbar. Wohl aber, dass wissenschaftliche und politische Eliten Gesetze aus einem geschlossenen Milieu heraus erlassen, das weit von der Alltagswelt jener Bevölkerungsgruppen entfernt ist, denen diese Entscheidungen eigentlich dienen sollten.

Die finanz- und steuerpolitischen Entscheidungen der rot-grünen Koalition zugunsten der Finanzinvestoren bilden ein selbstgemachtes Systemrisiko. Dass die Branche der Kapitalbeteiligungsgesellschaften die steuerlichen Rahmenbedingungen in Deutschland als für eine expansive Dynamik hinderlich ansieht und die „steuerliche Transparenz“ der Beteiligungsgesellschaften fordert, ist verständlich. Sie wird in ihrer Ansicht indessen durch zwei Auftragsarbeiten des Bundesfinanzministeriums bestärkt, in denen das Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung der Universität Mannheim und das Center for Entrepreneurial and Financial Studies der TU München eine steuerliche Begünstigung der Finanzinvestoren fordern. Die Gesellschafter der Beteiligungsfonds sollten so besteuert werden, als wären sie direkt an den Zielunternehmen beteiligt; damit wären die Beteiligungsgesellschaften selbst steuerbefreit.<sup>39</sup> Dem widerspricht eine von der Hans-Böckler-Stiftung in Auftrag gegebene Studie. In der vielmehr gliedrigen, hierarchischen Kette natürlicher und juristischer Personen, die gemäß dem Geschäftsmodell der Kapitalbeteiligungsgesellschaften und auch der Kurssicherungsfonds zwischen die Fondsiniziatoren und das Zielunternehmen geschaltet werden, seien zwei steuerliche Merkmale entscheidend. Nur zwei Glieder der Kette seien unbeschränkt steuerpflichtig, nämlich das Zielunternehmen und die vorgeschalteten Holding- und Managementgesellschaften. In diesem Fall sei die Beteiligungsgesell-

<sup>37</sup> Vgl. *Breuer, Rolf-E.*: Die fünfte Gewalt, Die Zeit Nr. 18 vom 24.4.2000, 21 f.

<sup>38</sup> Vgl. *Hartmann, Michael*: Eliten und Macht in Europa, Frankfurt am Main: Campus 2007; *Patzelt, Werner J.*: Warum regieren Politiker gegen die Bürger?, in: *Riedl, Rupert / Gebmacher, Ernst / Hingst, Wolfgang* (Hg.): *Regieren gegen den Bürger?*, Frankfurt am Main: Lang 2006; *Crouch, Colin*: *Post-Democracy*, Cambridge-Malden MA 2004; *Buchstein, Hubertus und Jörke, Dirk*: *Das Unbehagen an der Demokratietheorie*, in: *Leviathan* 31 (2003), 470-495; *Hirsch, Joachim*: *Vom Sicherheits- zum nationalen Wettbewerbsstaat*, Berlin: ID-Verlag 1998.

<sup>39</sup> Vgl. *Center for Entrepreneurial and Financial Studies*: *Erwerb und Übernahme von Firmen durch Finanzinvestoren (insbesondere Private-Equity-Gesellschaften)*, Berlin: Center for Entrepreneurial and Financial Studies 2007; *Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung*: *Private Equity im internationalen Vergleich, Analyse der Rahmenbedingungen und Schlussfolgerungen für Deutschland*, Mannheim: Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung 2005.

schaft als „steuerlich transparent“ zu behandeln, so dass alle laufenden Erträge und Verkaufsgewinne durch den Fonds hindurch unbesteuert zu den Anteilseignern fließen, die in Deutschland keine Steuern zahlen, da sie überwiegend im Ausland ansässig sind. Das voll steuerpflichtige Zielunternehmen werde durch die hohe Verschuldung so gestellt, dass das in Deutschland zu versteuernde Einkommen sehr gering ausfällt. Wenn die Verschuldung – durch Vermittlung deutscher Banken – bei ausländischen Kreditgebern anfällt, würden die bezahlten Schuldzinsen beim Empfänger auch nicht der deutschen Besteuerung unterliegen. Der Referentenentwurf für ein Wagniskapitalbeteiligungsgesetz sieht nun ein fast uneingeschränktes Steuerprivileg für Finanzinvestoren vor und eröffnet unabsehbare Möglichkeiten der Steuervermeidung. Die Kapitalbeteiligungsgesellschaften sollen von der Finanzverwaltung als „rein vermögensverwaltend“ und steuerlich privilegiert, nicht jedoch als „gewerblich“ und normal steuerpflichtig eingestuft werden.<sup>40</sup>

f) Die impulsive Dynamik der Finanzinvestoren mag durch eine finanztechnische Nachfrage und durch ein überschießendes Angebot an Fremd- und Eigenkapital als plausibel und gerechtfertigt erscheinen.<sup>41</sup> Überzeugend klingt eine solche Argumentation jedoch nur, solange das Systemrisiko der Nachhaltigkeit ausgeblendet bleibt. Denn zum einen gründet die Dynamik des Finanzkapitalismus in dem unermesslich elastischen Kredit- und Geldschöpfungspotential des Bankensystems und zum andern in dem unbedenklichen Griff in die „Sparbüchse der Erde“,<sup>42</sup> nämlich den technikbasierten, bisher noch unbeschränkten Zugriff auf das Naturvermögen in Form der gespeicherten Sonnenenergie, die in Millionen von Jahren angereichert worden ist. Nachhaltiges Wirtschaften ist offenkundig etwas anderes als die bereits zitierte Sensibilität aktueller Wertpapierkurse für die langfristige Entwicklung unternehmerischer Gewinne. Der Grundsatz der Nachhaltigkeit verweist auf drei Bedingungen der Einbettung des Finanzkapitalismus: erstens die Einbettung der monetären Sphäre in die Realwirtschaft, zweitens die Einbettung der Wirtschaft in gesellschaftliche Verhältnisse und drittens die Einbettung der Gesellschaftsverhältnisse in das Naturverhältnis. Damit sind auch drei Systemrisiken der Finanzinvestoren brennpunktartig genannt: das Risiko der Ablösung vom realwirtschaftlichen unternehmerischen Kontext, das Risiko der gesellschaftlichen Machtverschiebung und asymmetrischen Verteilung des gesellschaftlichen Reichtums (der wirtschaftlichen Wertschöpfung) und das Risiko einer ungehemmten Naturzerstörung. Die Kumulation dieser Systemrisiken soll in einem Schaubild verdeutlicht werden.

---

<sup>40</sup> Vgl. *Jarass, Lorenz und Obermair, Gustav M.: Steuerliche Aspekte von Private-Equity- und Hedge Fonds – unter Berücksichtigung der Unternehmensteuerreform 2008*, Edition der Hans-Böckler-Stiftung 202, Düsseldorf: Hans-Böckler-Stiftung 2007, 123-136.

<sup>41</sup> Vgl. *Schäfer, Dorothea und Fischer, Alexander: Angst vor Finanzinvestoren unbegründet*, in: DIW Wochenbericht 11/2008, 125-131, 129, 131.

<sup>42</sup> *Sombart, Werner: Der moderne Kapitalismus III/1*, Duncker & Humblot: München und Leipzig 1928, 272; *Hengsbach, Friedhelm: Werner Sombart: Das Proletariat*, kommentiert und aktualisiert, Marburg: Metropolis 2008.

## Unternehmerische Wertschöpfung

Quellen	Verteilung	Empfänger	Verteilungsregel
Arbeitsvermögen	Lohn/Gehalt	Mitarbeiter/-innen	Kosten = min!
Naturvermögen	Umweltabgaben	Natürliche Umwelt	Kosten = min!
Gesellschaftsv.	Steuern/Beiträge	Staat	Kosten = min!
Geldvermögen	Zinsen	Anteilseigner	Gewinn = max!
	Reingewinn		

Die unternehmerische/volkswirtschaftliche Wertschöpfung (Faktoreinkommen/bewertete Güter) entsteht durch den Einsatz von vier typisierten Faktoren, das Arbeits-, Natur-, Gesellschafts- und Geldvermögen. Deren Nutzung wird in Form von Löhnen und Gehältern, von Umweltabgaben, von Steuern und Beiträgen sowie von Zinsen (auf Eigen- bzw. Fremdkapital) entgolten. Die kollektiven Empfänger der Entgelte sind Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter, die natürliche Umwelt, der Staat und die Anteilseigner bzw. Gläubiger. Gemäß der Verteilungsregel einer kapitalistischen Marktwirtschaft, die durch das primäre Machtgefälle von Kapital und abhängiger Arbeit bestimmt ist, werden drei Faktoren als Kosten definiert und mit einem möglichst niedrigen Entgelt abgefunden, während der verbleibende Überschuss (Reingewinn) als das eigentliche Unternehmensziel definiert und folglich den Kapitaleignern zugewiesen wird. Die Machtverhältnisse einer pluralen Klassengesellschaft bestimmen die Einkommensanteile der abhängig Beschäftigten, des Staates und der Gesellschaft sowie der natürlichen Umwelt an der wirtschaftlichen Wertschöpfung. Die asymmetrische Machtposition der Kapitaleigner im Finanzkapitalismus erzeugt ein kumulatives Systemrisiko.

## V. Resümee

Eine abschließende Beurteilung der Chancen, die Finanzinvestoren in Deutschland für die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit, den gesellschaftlichen Zusammenhalt und die ökologische Nachhaltigkeit bieten, und der Risiken, die sie in diesen drei Dimensionen erzeugen, ist wegen des heterogenen Profils der Kapitalbeteiligungsgesellschaften und der Kurssicherungsfonds selbst riskant. Die Auftragsstudien der Branche, die empirisches Material ausbreiten, das in den USA gewonnen wurde, bleiben in ihrer Einschätzung ambivalent oder tendenziell positiv, während sie spektakuläre und destruktive Übernahmen von Unternehmen als Einzelfälle, die nicht signifikant seien, relativieren. Für Deutschland liegen vergleichbar umfassende Studien noch nicht vor.

Die Urteilsbildung über Chancen und Risiken ist eindeutig von der erkennbaren strategischen Absicht der Finanzinvestoren beeinflusst, ob es sich um Wagniskapitalgesellschaften (Venture Capital) oder um „Unternehmensverkaufsgesellschaften“, also

Beteiligungsgesellschaften, die Unternehmen kaufen und verkaufen (Buy-Out Fonds), oder um Kurssicherungsfonds (Hedge Fonds) handelt.

Noch mehr variiert die Urteilsbildung, je nachdem die Abschätzung der Risiken bloß auf die Finanzierungstechniken, die Wertpapiermärkte und die gesamte monetäre Sphäre insgesamt gerichtet ist, oder die wirtschaftliche Einbindung und gesellschaftliche Beteiligung der Belegschaft des Zielunternehmens berücksichtigt werden oder gar die gesellschaftliche Verteilung der wirtschaftlichen Wertschöpfung auf die Gruppen der Kapitaleigner und abhängig Beschäftigten, auf die privaten und öffentlichen Haushalte sowie auf die derzeit wirtschaftlich aktive Generation und die nachwachsenden Generationen. Je mehr die ökonomische, soziale und ökologische Dimension in den Blick gerät, umso riskanter wird das Engagement der Finanzinvestoren beurteilt und bewertet.