



MANAGERKREIS DER FRIEDRICH-EBERT-STIFTUNG

## **Finanzinvestoren in Deutschland**

Arbeitsgruppe „Finanzinvestoren“

Dr. Heik Afheldt

Dr. Horst Föhr

Florian Gerster

Gerhard Jochum

Christiane Krajewski

Dr. Harald Noack

Carlo Velten

Ernst Welteke

Unter Mitarbeit von:

Dr. Florian Mayer

Dr. Peter Oesterdiekhoff

**Juni 2006**

# Finanzinvestoren in Deutschland

## Vorwort

### Executive Summary:

#### 1. Fakten

- 1.1 Unternehmensfinanzierung und Unternehmenstransaktionen im Wandel
- 1.2 Finanzinvestoren – Strukturmerkmale und Aktivitätsfelder
- 1.3 Internationalisierung und Konvergenz
- 1.4 Institutionelle Investoren als Kapitalquellen von Finanzinvestoren

#### 2. Auswirkungen

- 2.1 Beschleunigung von Restrukturierung und Modernisierung
- 2.2 Moderne Finanzierungsinstrumente und Eigenkapital für deutsche Unternehmen
- 2.3 Langfristig positive Impulse für den Arbeitsmarkt
- 2.4 Beitrag zur Entwicklung kapitalgedeckter Sicherungssysteme
- 2.5 Beitrag zur Kapitalmarkteffizienz und Kapitalmarktstabilität

#### 3. Empfehlungen

- 3.1 Anpassung der Rahmenbedingungen an europäische Standards
- 3.2 Anlegerchancen und Anlegerschutz
- 3.3 Corporate Governance und Regulierung
- 3.4 Kommunikation und öffentliche Darstellung
- 3.5 Handlungsspielräume der öffentlichen Hand

## Vorwort

Die „Heuschrecken-Debatte“ bestimmte im Jahr 2005 in weiten Teilen den finanzpolitischen Diskurs in Deutschland. Ausgangspunkt der Diskussion waren der Verkauf namhafter deutscher Unternehmen sowie kommunaler Immobilienvermögen an internationale Finanzinvestoren und die damit verbundenen Chancen und Risiken für die Unternehmen und deren Mitarbeiter. Dabei erschwerten die Vielschichtigkeit des Beteiligungsgeschäfts und die Vielzahl der beteiligten Akteure und ihrer jeweiligen Interessen eine objektive Sachstandsklärung und Diskussion. **Vielfach werden in der aktuellen Debatte die Chancen dieser modernen Finanzdienstleistungen für mehr Investitionen in Arbeitsplätze und Wettbewerbfähigkeit deutscher Unternehmen übersehen.** Die größtenteils ideologisch und emotional geführte Debatte fokussiert sich primär auf einzelne Negativbeispiele, während die volkswirtschaftlichen Auswirkungen meist unbeachtet bleiben.

Der Managerkreis der Friedrich-Ebert-Stiftung fordert eine unvoreingenommene und differenzierte Diskussion. **Ein lösungsorientierter Diskurs über moderne Finanztransaktionen stellt ein entscheidendes Element einer auf Innovation und Wettbewerb ausgerichteten Wirtschafts- und Sozialpolitik dar.** Schon jetzt nehmen Finanzinvestoren eine zentrale volkswirtschaftliche Rolle in Europa ein. So beschäftigen die durch Finanzinvestoren finanzierten Unternehmen allein in Deutschland mehr als 800.000 Menschen und wirken in vielen Branchen als Jobmotor.

Das vorliegende Thesenpapier stellt die Aktivitäten von Finanzinvestoren in Deutschland sowie ihre Auswirkungen auf Standort-, Technologie-, Finanzmarkt- und Arbeitsmarktpolitik dar. Es nimmt zudem eine Bewertung unterschiedlicher Finanzinvestitionen und Anlageklassen unter volkswirtschaftlichen Aspekten vor. Die Mitglieder des Managerkreises haben das gemeinsame Interesse, mit dem Thesenpapier die Diskussion über die Chancen und Risiken moderner Finanzierungs- und Anlageinstrumente zu versachlichen und dabei die Ergebnisse der Debatte für Unternehmen und Anleger nutzbar zu machen.

### Executive Summary

- Finanzinvestoren verwalten fondsgebunden Vermögensbestände von institutionellen Anlegern wie Banken, Versicherungen und Pensionskassen. Somit profitieren auch Privatanleger und Versicherte von den Erträgen dieser Finanztransaktionen.
- Finanzinvestoren lassen sich als unternehmerische Partner und moderne Finanzdienstleister charakterisieren, die sich mittel- bis langfristig an Unternehmen beteiligen. Finanzinvestoren erwirtschaften im Rahmen ihrer Investition im Regelfall erst dann namhafte Erträge, wenn sie eine Beteiligung wieder erfolgreich veräußern können. Zielsetzung ist daher die Steigerung des Unternehmenswertes über einen Zeitraum von mehreren Jahren.
- Angesichts des Wandels in der Unternehmensfinanzierung, die sich vom Hausbankprinzip und der Kreditfinanzierung hin zu flexiblen, eigenkapitalbasierten Finanzierungsinstrumenten entwickelt, spielen die Finanzinvestoren für immer mehr deutsche Unternehmen eine entscheidende Rolle.
- Im Jahr 2004 wurden mehr als 20 Mrd. Euro in über 100 deutsche Unternehmen investiert. Die knapp 6.000 Beteiligungsunternehmen der Finanzinvestoren stellen mit rund 800.000 Beschäftigten eine volkswirtschaftlich relevante Größe dar. Der kumulierte Umsatz dieser Unternehmen von circa 170 Mrd. Euro entspricht rund sieben Prozent des deutschen BIP.
- Die Aktivitäten der Finanzinvestoren tragen zur Modernisierung vieler Branchen und somit positiv zum Strukturwandel bei. Im Zuge ihrer Investitionen unterstützen sie Nachfolgeregelungen in mittelständischen Unternehmen und forcieren über die Zuführung neuer Finanzierungsmittel die Anlage in neue Produkte und neue Marktsegmente. Vielfach können so genannte Turn-around-Investitionen nahezu insolvente Unternehmen retten und diese nach vollzogener Restrukturierung und Neuausrichtung erfolgreich wieder im Markt positionieren.
- Entgegen landläufiger Meinung werden durch Finanzinvestoren insgesamt keine Arbeitsplätze abgebaut, sondern neue Arbeitsplätze geschaffen. Unabhängige Untersuchungen belegen, dass das jährliche Arbeitsplatz- und Umsatzwachstum der durch Finanzinvestoren finanzierten Unternehmen mit einem Plus von 7,9 Prozent bzw. 4,5 Prozent weit über dem Durchschnitt der Vergleichsunternehmen liegt. Zudem beleben die Aktivitäten der Finanzinvestoren die Auftrags- und Arbeitsplatzsituation der Finanz-, Beratungs- und Rechtsberatungsbranche am Standort Deutschland. Sie lösen somit positive Impulse für die Entwicklung hoch spezialisierter Dienstleistungsbranchen aus.
- Im Zuge der Ergänzung sozialer Sicherungssysteme um kapitalgedeckte Bausteine kommt innovativen und langfristig stabilen Anlagemöglichkeiten ein zentrales Gewicht zu. Derzeit partizipieren deutsche Privatanleger und Versicherte nur unzureichend von den Investitionsmöglichkeiten in alternative Anlagen, wie den Fonds der Finanzinvestoren, da Versicherungen und Pensionskassen relativ strengen Regulierungen unterworfen sind. Die Allokation institutioneller Anlagen, in denen die Vermögen deutscher Sparer und Versicherten verwaltet werden, liegt im internationalen Maßstab auf niedrigem Niveau und verhindert somit die Partizipation an den Wertsteigerungen dieser Anlageklasse.
- Laut einer europaweiten Auswertung des Branchenverbands EVCA liegt die Bundesrepublik Deutschland hinsichtlich der Rahmenbedingungen für Finanzinvestoren auf Platz 18 von insgesamt 21. Deshalb gilt: Wir müssen eine Anpassung der Rahmenbedingungen an

europäische Standards vornehmen, damit die deutsche Volkswirtschaft künftig stärker von den positiven Impulsen der Beteiligungsfinanzierung profitieren kann. Der FES-Managerkreis plädiert vor allem für eine Forcierung steuertransparenter Fondsstrukturen sowie für die Sicherstellung eines kontinuierlichen Kapitalstroms in die Anlageklasse.

- Der Managerkreis schlägt aus ordnungspolitischen Gesichtspunkten und angesichts der teilweise prekären Situation öffentlicher Haushalte eine vorbehaltlose Prüfung der Handlungsspielräume auf kommunaler, landes- und bundespolitischer Ebene vor. Durch den Verkauf landeseigener Immobilienbestände oder anderer Beteiligungen lassen sich ad hoc Entschuldungen realisieren und damit die Zinsbelastungen senken, so dass neue Spielräume für Investitionen beispielsweise in Schulen, Kindergärten, Straßenbau etc. entstehen.
- Insgesamt betrachtet der Managerkreis eine zunehmende Öffnung gegenüber modernen Finanzierungs- und Anlageinstrumenten wie Private Equity, Hedgefonds oder REIT's als erstrebenswert. Im Übrigen stärkt eine Marktöffnung die Wettbewerbsfähigkeit deutscher Unternehmen, fördert die Liquidität und Integration europäischer und internationaler Finanzmärkte. Nicht zuletzt profitiert auch der Privatanleger von einer Marktliberalisierung, da sich dem Konsumenten neue Chancen zur Vermögensbildung und Absicherung über moderne, innovative Anlageinstrumente eröffnen.
- An die Adresse der Finanzinvestoren richtet sich die Empfehlung, angesichts ihrer wachsenden volkswirtschaftlichen Bedeutung die öffentliche Kommunikation und den Dialog mit der Politik zu intensivieren. Als in Deutschland noch relativ junge Branche muss Private Equity mehr über seine Instrumente und Funktionen informieren.

## 1. Fakten

### 1.1 Unternehmensfinanzierung und Unternehmenstransaktionen im Wandel

Die historisch bedingte Kreditlastigkeit der Unternehmensfinanzierung und die daraus resultierenden niedrigen Eigenkapitalquoten sind für viele Unternehmen im Zuge des sich verschärfenden globalen Wettbewerbs zur Herausforderung geworden. **Unternehmen benötigen Zugang zu flexiblen, eigenkapitalbasierten Finanzierungsinstrumenten, um Investitionen in neue Produkte, in neue Märkte und innovative Technologien zu finanzieren.**

Dieser Bedarf wurde seitens der deutschen Geschäftsbanken lange Zeit nicht erkannt und im Rahmen der Basel II-Diskussion erheblich vernachlässigt. Die Folge ist nunmehr, dass sich Unternehmen und Konzerne zunehmend inländischen wie ausländischen Finanzinvestoren zuwenden. Diese stellen ihnen für dringend notwendige Modernisierungs- oder Restrukturierungsmaßnahmen Eigenkapital im Tausch gegen Unternehmensanteile zur Verfügung.

Da der Großteil der kleinen und mittelständischen Unternehmen in Deutschland aufgrund fehlenden Know-how und hoher finanzieller Anforderungen kein Eigenkapital an den Börsen aufnehmen kann, kommt Finanzinvestoren als Finanzierungspartnern in diesem Marktsegment ein immer stärkeres Gewicht zu. **Aufgrund der bisher geringen Relevanz der Beteiligungsfinanzierung in Deutschland, der hohen Wettbewerbsfähigkeit und starken Produktivität deutscher Unternehmen sind diese für ausländische Investoren sehr attraktiv.**

Auch die Finanzierung von Nachfolgeregelungen im deutschen Mittelstand durch Finanzinvestoren im Rahmen sogenannter Management-Buyouts (MBO) oder Management-Buyins (MBI) nimmt zu. Für Unternehmen ist dabei von hoher Relevanz, dass in Deutschland das Hausbankprinzip zusehends abgelöst wird und deutsche Geschäftsbanken immer stärker als aktive Akteure an Unternehmenstransaktionen beteiligt sind – als Kreditbereitsteller, Emissionshaus und Know-how-Lieferant.

Konzerne verschaffen sich durch die Fokussierung auf das Kerngeschäft und durch den daraus folgenden Verkauf von Beteiligungen bzw. Randgeschäften an Finanzinvestoren neuen Handlungsspielraum. **Bilanzen werden konsolidiert und die Verkaufserlöse für strategische Zukäufe genutzt. Somit tragen Finanzinvestoren in nicht unerheblichem Maße zur volkswirtschaftlichen Modernisierung und zum Strukturwandel in Deutschland bei.**

### 1.2 Finanzinvestoren – Strukturmerkmale und Aktivitätsfelder

Finanzinvestoren lassen sich als moderne Finanzdienstleister charakterisieren, deren Ziel die Steigerung des Unternehmenswertes der von ihnen finanzierten Unternehmen ist. Sie stellen Unternehmen Eigenkapital zur Verfügung und erhalten im Gegenzug Unternehmensanteile. Mit diesen Unternehmensanteilen sind entsprechende Eigentums- sowie Informations-, Kontroll- und Stimmrechte verbunden, die die Finanzinvestoren nutzen, um die Entwicklung des Unternehmens aktiv mitzugestalten.

Gegenüber der Kreditfinanzierung sind diese Unternehmensbeteiligungen nicht mit banküblichen Sicherheiten unterlegt. **Der Finanzinvestor ist voll am unternehmerischen Risiko beteiligt, wie er auch voll von den Chancen profitieren kann.** Die angestrebte Wertsteigerung des jeweiligen Unternehmens wird vom Finanzinvestor realisiert, indem er seine Beteiligung zu einem späteren Zeitpunkt veräußert. Finanzinvestoren sind somit unternehmerische Partner auf Zeit.

Finanzinvestoren verwalten fondsgebunden das Kapital von institutionellen Investoren, wie Versicherungen, Banken oder Pensionsfonds, von vermögenden Privatpersonen oder gar Stiftungen. Dieses für einen bestimmten Zeitraum zur Verfügung gestellte Kapital kann in sehr unterschiedliche Anlagen investiert werden. Wir fassen sie unter dem Zentralbegriff der „alternativen Anlagen“ zusammen und zeigen damit auf, dass sie einen Gegenpol zu traditionellen Anlagen wie Anleihen oder Aktien darstellen.

Die von den Finanzinvestoren verwalteten Fonds lassen sich in folgende Segmente unterteilen und werden anschließend definiert:

- **Venture Capital Fonds** (*Private Equity*)
- **Buyout Fonds** (*Private Equity*)
- **Hedgefonds**

### **Venture Capital Fonds**

stellen jungen, nicht börsennotierten Technologie- und Wachstumsunternehmen Eigenkapital in den ersten Phasen der Unternehmensentwicklung zur Verfügung. Die Versorgung mit haftendem Eigenkapital sichert das junge Unternehmen gegen Überschuldung und Liquiditätsengpässe ab, die durch hohe Investitionen bei gleichzeitig niedrigen Umsätzen in der Startphase große Risiken darstellen. Die Investoren im Venture-Capital-Umfeld sehen es als ihre originäre Aufgabe an, dem Unternehmen nicht nur finanzielle Mittel zuzuführen, sondern auch durch aktive Unterstützung und Beratung des Managements für einen positiven Unternehmensverlauf zu sorgen.

In Deutschland sind derzeit rund 50 Finanzinvestoren aktiv, die primär junge Technologieunternehmen unterstützen. Im Jahr 2005 wurden laut Bundesverband BVK e.V. bei 345 Transaktionen rund 300 Mio. Euro in Frühphasen-Technologieunternehmen investiert. Die Quote der Venture Capital-Investitionen am deutschen BIP liegt mit 0,012 Prozent im internationalen Vergleich auf einem niedrigen Niveau. **Der Managerkreis plädiert dafür, die Quote im Sinne der Stärkung der Innovationskraft und des Unternehmertums in Deutschland zu steigern.**

Die unterstützende und wachstumsfördernde Rolle der Venture Capital-Investoren für junge Unternehmen und deren Einfluss auf die Innovationsquote ist wissenschaftlich belegt und in der Unternehmenspraxis anerkannt. Venture Capital-Investoren sind am langfristigen Erfolg noch junger Unternehmen orientiert und halten ihre Beteiligungen in der Regel fünf bis sieben Jahre. Somit gelten Venture Capital-Investitionen als volkswirtschaftlich förderlich und unterstützenswert.

### **Buyout Fonds**

stellen Finanzierungen für die Akquisition von etablierten Unternehmen zur Verfügung. Diese Form der Finanzinvestition ermöglicht die Lösung von Nachfolgeproblemen in mittelständischen Unternehmen ebenso wie den Komplettverkauf von Unternehmensbeteiligungen durch Konzerne und Holdinggesellschaften. Buyout-Investoren übernehmen in der Regel mehrheitlich Anteile an nicht börsennotierten Unternehmen, um diese nach einer mittelfristigen Beteiligungsdauer von drei bis sieben Jahren erneut zu veräußern.

Das Geschäftsmodell der Buyout Fonds basiert auf der Identifikation und Akquisition von unterbewerteten Unternehmen. Buyout Fonds erwerben entweder Unternehmen, die ein unausgeschöpftes Wachstumspotenzial oder ein hohes Restrukturierungspotenzial aufweisen, so dass sich durch strategische Neuausrichtungen und Optimierung des operativen Geschäfts nachhaltig positive Ergebnisse erzielen lassen.

Die Fonds lassen sich anhand ihrer jeweiligen Investitionsstrategie, Finanzierungsvolumina und Herkunft in unterschiedliche Klassen aufteilen. Hinsichtlich der Finanzierungsvolumina einzelner Transaktionen sowie der Fondsgrößen unterscheiden sich die deutschen Akteure stark von ihren angloamerikanischen Wettbewerbern. So liegen die Fondsgrößen deutscher Beteiligungsgesellschaften durchschnittlich bei rund 250 Mio. Euro und ihre Investitionsaktivitäten richten sich primär auf mittelständische deutsche Unternehmen. Buyout Fonds, die in den etablierten Märkten USA und UK akquiriert werden, liegen meist bei einem Volumen von mehreren Milliarden USD und investieren über Konsortien primär in großvolumige Transaktionen. So entfielen die großen Buyout-Transaktionen der Jahre 2004 und 2005 fast ausschließlich auf angloamerikanische Akteure.

Die Übernahmen von Konzernbeteiligungen durch die Buyout Fonds werden nur zu einem Teil mit Eigenkapital finanziert. Deutsche und internationale Geschäftsbanken bauten durch ihre Kooperation mit den Buyout Fonds im Rahmen der Unternehmenstransaktionen ihr Kredit-, Beratungs- und Emissionsgeschäft deutlich aus.

Laut Ernst & Young wurden im Jahr 2004 von deutschen und ausländischen Buyout Fonds rund 23,5 Mrd. Euro in insgesamt 113 deutsche Unternehmen investiert. In 2005 wickelten laut BVK e.V. die in Deutschland niedergelassenen Buyout Fonds 82 Transaktionen ab.

Das Volumen an neu aufgenommenem Kapital für zukünftige Transaktionen lag 2005 bei den deutschen Fonds bei 4,7 Mrd. Euro. Demgegenüber stehen geschätzte 50 Mrd. USD, die Buyout Fonds in den USA und UK für Investitionen in Deutschland aufbringen können.

**Der Managerkreis stellt fest, dass die Aktivitäten ausländischer Buyout Fonds für einen erhöhten Wettbewerb und größere Vielfalt auf der Kapitalangebotsseite sorgen.** Aufgrund ihrer mittel- bis langfristigen Ausrichtung, der angestrebten Steigerung des Unternehmenswertes und der Bereitstellung von innovativen Finanzierungsinstrumenten stellen sich die Investitionstätigkeiten der Buyout Fonds als volkswirtschaftlich positiv und somit wünschenswert dar. Sie bieten deutschen Unternehmen neue Finanzierungsmöglichkeiten und -modelle.

### **Hedgefonds**

sind im Gegensatz zu klassischen Investmentfonds (Aktien, Anleihen) oder auch Private Equity Fonds (Venture Capital, Buyout) in ihrer Anlagepolitik keinen Restriktionen unterworfen. Dem Hedgefonds liegt der Gedanke der Risikostreuung im Sinne der Unternehmen bzw. Investoren durch die Absicherung von Wertpapierpositionen zu Grunde. Die Fähigkeit, über komplexe und unregulierte Beteiligungs- und Handelsstrategien auch in Zeiten schwacher Aktien- und Bondmärkte Gewinne zu erzielen, hat die Hedgefonds als Anlageform attraktiv werden lassen. Dabei ist zu beachten, dass es sich bei den unterschiedlichen Anlagestrategien, die den Handel mit Derivaten, Leerverkäufen und der Aufnahme von Krediten (Leveraging) zur Finanzierung der Handelsgeschäfte umfassen, fast ausschließlich um börsennotierte Unternehmensanteile und Wertpapiere handelt.

Hedgefonds sind aufgrund ihrer Anlageziele auf kurz- bis mittelfristig realisierbare Renditen und Cash-Flows fokussiert. Dazu trägt nicht zuletzt ihre Struktur bei, die jährliche Ausschüttungen an Investoren vorsieht sowie die Möglichkeit zur Rückgabe von Anteilen seitens der Investoren.

Aufgrund der dynamischen Investitionsstrategien und der beschleunigten Handelbarkeit der Vermögensbestände über elektronische Handelsplattformen ergibt sich eine hohe Intransparenz. Das heißt: Hedgefonds sind Fonds, die aufgrund ihrer Konstruktion geringen Transparenzanforderungen genügen müssen und zudem in hochriskante Anlagen investieren dürfen. Daraus leiten sich enorme Herausforderungen an nationale wie supranationale Kontrollinstanzen ab.

Nach Aussagen des Sachverständigenrates auf Informationsbasis der Hennessee-Group LLC hat sich das globale Anlagevolumen von Hedgefonds in den Jahren 1996 bis 2004 von 130 auf 1.000 Mrd. USD nahezu verzehnfacht. Da Hedgefonds global und strukturimmanent dynamisch investieren, lassen sich exakte Investitionsvolumina für bestimmte Ländermärkte nur schwer bestimmen oder prognostizieren.

Der deutsche Markt für Hedgefonds dagegen hat sich seit Inkrafttreten des Investmentmodernisierungsgesetzes (InvModG) Anfang 2004 nur schleppend entwickelt und lag Ende 2005 bei rund 2,1 Mrd. Euro. Das geringe Anlagevolumen und die Nachrichten von ersten Fondsschließungen deuten auf mangelnde Wettbewerbsbedingungen für deutsche Akteure in dieser Anlageklasse hin. Sofern institutionelle Anleger aus Deutschland nicht in ausländische Hedgefonds investieren, besteht für sie keine Möglichkeit, von diesen innovativen Anlagemöglichkeiten zu profitieren.

Hedgefonds stellen in ihrer klassischen Form gegenüber risikoreduzierenden Dach-Hedgefonds eine innovative Anlageklasse für institutionelle Investoren wie Versicherungen und Pensionskassen dar, um das verwaltete Vermögen ihrer Kunden nach Diversifikations- und Renditegesichtspunkten optimal anzulegen. Somit profitieren Privatanleger, Versicherte und Pensionäre indirekt von den Renditeentwicklungen der Hedgefonds.

**Die mangelnde Wettbewerbsfähigkeit deutscher Hedgefondsanbieter und das geringe Anlagevolumen institutioneller Investoren deuten auf einen Nachholbedarf bei Expertise und Erfahrungen sowie auf unvorteilhafte Rahmenbedingungen hin. Der Managerkreis sieht daher die Notwendigkeit, die regulatorischen Rahmenbedingungen für diese Anlageklasse auszubauen und an internationale Standards anzupassen.**

### 1.3 Internationalisierung und Konvergenz

Der Managerkreis weist darauf hin, dass mit zunehmender Internationalisierung der Finanzmärkte und der Unternehmensfinanzierung auch die Aktivitäten der Finanzinvestoren zunehmend global ausgerichtet sind. Dabei ist zu beachten, dass US- und UK-Buyout Fonds inzwischen einen Großteil ihres Kapitals in europäische Unternehmen investieren. Immer mehr US-amerikanische Gesellschaften unterhalten Niederlassungen in Europa. Welche Auswirkungen diese Entwicklung auf die Marktaufteilung hat, zeigten folgende Zahlen: Laut BVK e.V. akquirieren deutsche Fonds gerade mal 33 Prozent ihres Kapitals bei inländischen Institutionen, während der Großteil der Mittel, nämlich 39 Prozent, aus dem außereuropäischen Ausland stammt; rund 28 Prozent fließt aus den europäischen Nachbarländern zu.

**In Folge der Neuaufteilung des globalen Finanzmarktes und der internationalen Finanzierungsmethoden verwischen zudem die Grenzen zwischen den verschiedenen Fondstypen.** So investieren beispielsweise Buyout Fonds mittlerweile auch in börsennotierte Unternehmen als Minderheitseigentümer - wie der Einstieg von Blackstone bei der Deutschen

Telekom zeigt - , während Hedgefonds als Bieter in klassischen Auktionsverfahren mit Buyout Fonds konkurrieren.

Diese Entwicklung wird bedingt durch den hohen Anlagedruck, da den enormen Fondsvolumina nur eine beschränkte Anzahl attraktiver Investitionsmöglichkeiten gegenübersteht. Hinzu kommen die Zentralisierung von Investmentkompetenzen und Ressourcen sowie die Tendenz, ganzheitliche Lösungen für institutionelle Investoren anbieten zu können. So sind in den letzten Jahren global tätige Investmentgesellschaften entstanden, die Venture Capital, Buyout-, Hedgefonds sowie Immobilien- und Kunstfonds für institutionelle Anleger verwalten und somit ein komplettes Portfolio an Finanzierungsmodellen und Finanzdienstleistungen anbieten.

Trotz aller Veränderungen in den Finanzmärkten lassen sich drei für Deutschland den Markt prägende Fondstypen deutlich differenzieren. In der folgenden Tabelle werden die bereits definierten Anlageformen noch einmal systematisch dargestellt. Dabei nimmt der Managerkreis unter dem Gesichtspunkt der volkswirtschaftlichen Relevanz (siehe letzte Zeile der Tabelle) eine Bewertung der Anlageklassen vor. **Der Managerkreis bewertet die Gruppen der Venture Capital Fonds und Buyout Fonds aufgrund ihrer hohen Investitionskraft als sehr positiv bzw. positiv. Dagegen sind die hochspekulativen Hedgefonds gerade unter volkswirtschaftlichen Aspekten als nur schwach positiv einzuschätzen.**

	Finanzinvestitionen in alternative Anlagen		
	Private Equity		Public Equity
	Venture Capital	Buyout Capital	Hedgefonds
<b>Charakter</b>	Minderheitsbeteiligungen  Aktive Unterstützung beim Unternehmensaufbau  Investiv	Mehrheitsbeteiligungen  Aktive Einflussnahme bei Konsolidierung und Optimierung  Investiv	Minderheitsbeteiligungen  Passiv (tendenziell aufgrund kurzfristiger Kapitalbindung)  Spekulativ
<b>Kapitalfristigkeit</b>	langfristig (5-7 Jahre)	mittelfristig (3-7 Jahre)	Kurzfristig, unbestimmt (Tage, Monate, Jahre )
<b>Investitionsfokus</b>	Junge Technologie- und Gründungsunternehmen (nicht börsennotiert)	Etablierte Unternehmen mit Restrukturierungs- / Optimierungspotenzial (größtenteils nicht börsennotiert) Immobilienvermögen	Börsennotierte Unternehmen, die kurzfristigen Wertschwankungen unterliegen
<b>Investitionsvolumen in Deutschland 2004 in Mrd. €</b>	0,2 Mrd € <sup>1</sup>	23,5 Mrd € <sup>2</sup>	15 Mrd € <sup>3</sup>
<b>Volkswirtschaftliche Relevanz</b>	Stark positive	Positive	Schwach positive

Quelle: Darstellung Managerkreis

<sup>1</sup> BVK e.V. Jahresstatistik 2004 (nur Early Stage Finanzierungen)

<sup>2</sup> Ernst & Young – German Private Equity Activity, Juni 2005

<sup>3</sup> Bundesverband Deutscher Banken – Hedgefonds - eine Branche erwächst den Kinderschuhen, Juli 2005

## 1.4 Institutionelle Investoren als Kapitalquellen von Finanzinvestoren

Die mit der Verwaltung großer Vermögensbestände beauftragten institutionellen Investoren verbinden mit der Investition in die Fonds der Finanzinvestoren folgende Interessen:

- Hebeleffekt auf Gesamterträge des Portfolios durch überdurchschnittliche Erträge
- Streuung des Risikos im Gesamtportfolio durch Beimischung von alternativen Anlagen, die weniger stark mit dem Finanzmarkt korrelieren als Aktien oder Rentenanlagen (Private Equity) bzw. die auch in einem negativen Marktumfeld Renditen erzielen können (Hedgefonds)

**Mittlerweile spielen institutionelle Investoren eine wesentliche volkswirtschaftliche Rolle und haben erheblichen Einfluss auf die Finanzmarktstabilität. So ist beispielsweise das Rentenniveau im primär kapitalgedeckten Rentensystem der USA wesentlich von der Entwicklung und den Erfolgen der vermögensverwaltenden Pensionsfonds abhängig, die einen substantiellen Teil der Anlagen in die Fonds von Finanzinvestoren investieren.** Im Zuge der ergänzenden kapitalgedeckten Altersvorsorge in Deutschland werden Pensionsfonds als Anlageverwalter auch in Deutschland eine stärkere Position einnehmen. Kreditinstitute und Versicherungsgesellschaften, wie zum Beispiel Lebensversicherungen, sind auf renditestarke Anlagemöglichkeiten angewiesen, um Kunden vertraglich zugesicherte Konditionen und Mindestverzinsungen auf das eingesetzte Kapital garantieren zu können.

In Deutschland zählten bislang Banken und Versicherungen zu den wichtigsten Anlegern, während in den USA der Großteil der alternativen Anlagen von Pensionsfonds, Stiftungen und Dachfonds zur Verfügung gestellt wird. Im Rahmen einer zunehmenden Internationalisierung der Branche sind 2005 auch in Deutschland erstmals die Pensionsfonds die größten Anleger (37,4 Prozent), gefolgt von den Dachfonds (14,4 Prozent). Dabei handelt es sich allerdings um ausländische Pensionsfonds, die von den Wertzuwächsen der in Deutschland tätigen Fonds profitieren wollen. **Aufgrund des historisch gewachsenen umlagefinanzierten Sicherungssystems in Deutschland spielen alternative Anlageformen bisher eine eher unterentwickelte Rolle. Daher partizipieren deutsche Bürger und Versicherte nur marginal an den Erträgen dieser modernen Anlageformen.**

Zwar wollen laut einer Untersuchung des Beratungsunternehmens Fleischhauer, Hoyer und Partner (FHPE) institutionelle Investoren in Europa ihre Allokation in Private Equity von derzeit 1,1 Prozent perspektivisch auf insgesamt 3,2 Prozent erhöhen, was langfristig zu Mittelzuflüssen von 130 Mrd. Euro führen würde. Allerdings spiegeln sich diese Perspektiven derzeit noch nicht in den aktuellen Fundraising-Statistiken des BVK e.V. Diese weisen - um die pan-europäischen Zuflüsse bereinigt - zwar auch ein Jahreswachstum um 45 Prozent von 2,0 auf 2,9 Mrd. Euro auf, sind aber noch weit von den optimistischen Prognosen der Berater entfernt.

## 2. Auswirkungen

### 2.1 Beschleunigung von Restrukturierung und Modernisierung

Zweifelsohne habe negative Einzelbeispiele in jüngster Zeit eine sachgerechte Debatte über Chancen und Risiken moderner Finanzinvestitionen erschwert. Der Managerkreis weist jedoch eine fundamentale Kritik an dieser Anlageklasse zurück. Die Idee einer sozialen Marktwirtschaft ohne Kapitalismus ist realitätsfern. Zudem zeigt sich, dass die Bereitschaft inländischer sowie ausländischer Investoren, sich an deutschen Unternehmen zu beteiligen oder diese zu übernehmen, wesentlich zur Restrukturierung und Modernisierung in den jeweiligen Branchen beiträgt.

So nahmen in den Jahren 2003 bis 2005 vor allem deutsche Konzerne die Chance wahr, über den Verkauf von problematischen, weil zu wenig produktiven Beteiligungen und unrentablen Tochterunternehmen eine strategische Neuausrichtung zu realisieren. **Verkaufserlöse geben vielen Konzernen die Möglichkeit, in Wachstumsbereiche zu investieren oder durch den Kauf attraktiver Unternehmen im In- und Ausland weiter zu wachsen. Dies trägt zur Stärkung des Kernunternehmens am Standort Deutschland bei.** So kann E.on für den spanischen Energieversorger vor allem deswegen bieten, weil es seine Immobilienöchter Viterra und Ruhrgas Industries für insgesamt 8,5 Milliarden Euro an Finanzinvestoren veräußern konnte. Die politisch angestrebte Entflechtung der „Deutschland AG“ wurde durch die Aktivitäten der Finanzinvestoren vorangetrieben, ohne dass es bisher zu Corporate Governance-Problemen kam.

Auch im Bereich der Unternehmensnachfolgen wirken sich die Finanzierungsaktivitäten der Finanzinvestoren deutlich positiv aus. So stehen Unternehmer und Unternehmerfamilien einerseits vielfach vor dem Problem, zur Fortführung des Betriebs keine geeigneten familieninternen Lösungen finden zu können. Andererseits verfügen intern herangewachsene und vertrauenswürdige Manager und Mitarbeiter nicht über das nötige Kapital, um die Firma zu übernehmen. In Kooperation mit Externen werden über so genannte Management-Buyouts (MBO) oder Management-Buyins (MBI) Lösungen unter Beteiligung eines Finanzinvestors gefunden, die die ehemaligen Manager zu Unternehmern und den Finanzinvestor zum Miteigentümer machen. Laut dem Institut für Mittelstandsforschung in Bonn planen von rund 2600 industriellen Familienunternehmen mit mehr als 200 Mitarbeitern immerhin 428 Betriebe eine Nachfolge per MBO und 780 eine Nachfolge per MBI, die potenziell mit Finanzinvestoren durchgeführt werden könnten.

Um die geplanten Wertsteigerungen zu erreichen und zu realisieren, werden im Nachgang der Transaktion durch die Finanzinvestoren Anpassungen der Organisations- und Kostenstrukturen vorgenommen. Diese können kurzfristig zu Arbeitsplatzverlusten führen, sofern in ein angeschlagenes Unternehmen investiert wurde. Die Alternative zum Verkauf an den Finanzinvestor ist in einem solchen Fall vielfach nur die Insolvenz oder die Schließung des Geschäftsbereichs, womit der Verlust aller Arbeitsplätze einhergehen würde. Speziell diejenigen Finanzinvestoren, die sich in ihren Aktivitäten auf so genannte „Turn-around“-Situationen spezialisiert haben, übernehmen hohe Risiken, um nahezu insolvente Unternehmen wieder aufzubauen und für den Markt fit zu machen.

Dabei wiederholt sich ein Muster. **Die Restrukturierungsmaßnahmen kommen oft vernachlässigten unternehmerischen Notwendigkeiten gleich. Diese Maßnahmen sind wesentliche Voraussetzung, um das Unternehmen an den Erfordernissen des Wettbewerbs auszurichten.** Werden Unternehmen kurz vor solchen Maßnahmen an Finanzinvestoren verkauft, um politischen Unmut und schlechte Presse zu vermeiden, wird deren Unausweichlichkeit spätestens nach der Transaktion deutlich.

Da Kosteneinsparungen eher kurz- und mittelfristige Instrumente zur Verbesserung der Finanzsituation sind, spielt die Ausweitung der Vermarktungsaktivitäten und des Produktangebots eine zentrale Rolle. **So investieren Unternehmen nach der Übernahme durch einen Finanzinvestor durchschnittlich mehr Kapital in die Entwicklung und Vermarktung neuer Produkte. Im Rahmen einer europaweiten Erhebung des Center for Management Buy Out Research<sup>4</sup> (CMBOR) an der Universität Nottingham gaben 70 Prozent der befragten Unternehmen an, nach der Transaktion ihr Produktprogramm ausgebaut zu haben. Auch treiben Finanzinvestoren den Vertrieb im Ausland voran, erhöhen die Exportquote und lassen die Unternehmen somit stärker von der Globalisierung profitieren. Dies bestätigten innerhalb der CMBOR-Studie über 60 Prozent der befragten Unternehmen.** Die Verlagerung von Vertriebs- und Produktionseinheiten ins Ausland hat unterschiedliche Beweggründe, die nicht von der Finanzierung seitens des Investors, sondern primär vom Produktangebot und der Strategie des Unternehmens abhängen.

## **2.2 Moderne Finanzierungsinstrumente und Eigenkapital für deutsche Unternehmen**

**Durch die Beteiligung von Finanzinvestoren wird in der Mehrheit der Transaktionen die Eigenkapitalquote der Unternehmen deutlich gestärkt. Speziell für den deutschen Mittelstand, der häufig keinen Zugang zum öffentlichen Kapitalmarkt hat, wirkt dies sowohl den Wettbewerb fördernd als auch risikominimierend.** Überschuldungsrisiken nehmen ab und die solidere Eigenkapitalposition verbessert die Verhandlungsposition mit Fremdkapitalgebern.

Zudem trägt das Know-how der Finanzinvestoren zu einer Optimierung der Finanzierungsstruktur der Unternehmen bei. Vielfach lassen sich durch neue Finanzierungsinstrumente wie Factoring, Leasing und Umschuldung von Krediten Einsparungen erreichen. Hybride Finanzierungsinstrumente - wie mezzanines Kapital, zu dem etwa stille Beteiligungen, Nachrangdarlehen sowie Genussrechte gezählt werden können - bieten mehr Flexibilität in der Unternehmensfinanzierung, indem sich die Finanzierungsinstrumente der Unternehmensentwicklung anpassen – und nicht umgekehrt.

Das Kapital der Investoren trägt speziell im deutschen Mittelstand zu einer höheren Investitionsquote bei, da die Unternehmen bei geringen Wachstumsraten große Investitionen nicht aus dem laufenden Geschäft (Cash-Flow) oder thesaurierten Gewinnen finanzieren können.

## **2.3 Langfristig positive Impulse für den Arbeitsmarkt**

Betrachtet man die durch Beteiligungskapital finanzierten Unternehmen als homogene Gruppe, so nehmen diese in Deutschland mittlerweile ein nicht zu vernachlässigendes volkswirtschaftliches Gewicht ein. Laut BVK e.V. beschäftigten zum Ende 2005 die rund 5.700 Unternehmen knapp 800.000 Menschen. Der kumulierte Umsatz von 170 Mrd. Euro entspricht rund 7 Prozent des deutschen Bruttoinlandsprodukts.

**Private Equity-Instrumente stehen zunehmend im Fokus der Öffentlichkeit**

In Teilen der Öffentlichkeit ist der Eindruck entstanden, dass durch „Leveraged Buyout“-Transaktionen (LBO) vormals rentable Unternehmen in den Ruin getrieben werden. Bei diesen Transaktionen werden die Übernahmepreise durch die Finanzinvestoren zu großen Teilen über Fremdkapital finanziert, das wiederum den gekauften Unternehmen aufgebürdet wird. Somit reduziert sich bilanziell das Eigenkapital und steigende Zinsbelastungen erhöhen Liquiditätsrisiken in schweren Marktsituationen. **Wir wollen betonen, dass Überschuldungs- und Insolvenzfälle in Folge solcher Finanzierungspraktiken bisher die Ausnahme sind und die Finanzinvestoren speziell bei großen Transaktionen nur geringe Ausfallrisiken eingehen.** Die Aufnahme von Schulden reduziert die Kapitalkosten, wodurch oft erst Unternehmen unter Renditeaspekten interessant werden. Die einzelwirtschaftlichen Risiken für die betroffenen Unternehmen sowie auch das gesamtwirtschaftliche Risiko können als moderat eingestuft werden. **Regulatorischer Handlungsbedarf besteht nach Meinung des Managerkreises in diesem Punkt derzeit nicht.** Auch das häufig beanstandete „Schneeballsystem“ der Mehrfachverkäufe ist kein Prinzip des Private Equity, sondern durch die z. Z. herrschenden Finanzierungsbedingungen verursacht. Wenn die Zinsen wieder anziehen, wird das Interesse an „Secondary Buy-outs“ nachlassen.

Auch so genannte feindliche Übernahmen sind ins Gerede gekommen. Wenn Banken notleidende Kredite oder Wandelanleihen ihrer Unternehmenskunden gegen deren Willen an Finanzinvestoren oder Investmentbanken veräußern, werden diese in die Lage versetzt, die Unternehmen „feindlich“ zu übernehmen. In diesen Fällen offenbaren sich die negativen Auswirkungen der „Auflösung der Hausbankprinzips“. Feindliche Übernahmen kommen in vielen Branchen vor und sind keine spezifische Vorgehensweise von Private Equity. Im Gegenteil wird der dadurch entstehende Vertrauensschaden zwischen Unternehmenskunden und deutschen Geschäftsbanken eine Ausbreitung dieser Praktik verhindern.

Da in den Jahren nach der Transaktion die Umsätze und Erträge der Unternehmen meist überdurchschnittlich gesteigert werden können, ergeben sich mittelfristig positive Beschäftigungseffekte. So liegt der jährliche Beschäftigungszuwachs bei Buyout-finanzierten Unternehmen laut einer Studie des FINANCE-Magazins mit 7,4 Prozent deutlich über dem Durchschnitt von nur 3,9 Prozent. Vergleicht man dies mit den Entlassungen bei Konzernen und den jährlichen BIP-Wachstumsraten (1-2 Prozent p.a.), so entwickeln sich die durch Finanzinvestoren unterstützten Unternehmen deutlich positiver und tragen überdurchschnittlich zur Entstehung neuer Arbeitsplätze bei. Kalkuliert man vorsichtig mit nur 5 Prozent Beschäftigungszuwachs, so entstehen in den durch die Finanzinvestoren übernommenen Unternehmen umgerechnet jährlich rund 40.000 neue Arbeitsplätze.

**Dabei werden primär in Wachstumssegmenten neue Arbeitsplätze geschaffen, die an die Entwicklung neuer Produkte oder an den Vertrieb in neuen Märkten gekoppelt sind und damit wesentlich zur Zukunftsfähigkeit des deutschen Standorts im globalen Wettbewerb beitragen.**

**Abb. 24: Vergleich wichtiger Unternehmenskennziffern von Buy-out-Unternehmen und nicht Private Equity-finanzierten Unternehmen 1998 – 2003**

Jährliches Wachstum der ...	Gesamt		Automobilzulieferer		Maschinen-/Anlagenbau/Anlagentechnik	
	Buy-outs	Benchmark	Buy-outs	Benchmark	Buy-outs	Benchmark
Arbeitsplätze	7,4 %	3,9 %	13,3 %	5,9 %	5,3 %	4,2 %
Umsätze	4,5 %	2,2 %	6,7 %	1,3 %	1,95 %	-0,65 %
Umsatzwachstum je Mitarbeiter	3,0 %	3,4 %	6,7 %	2,5 %	2,9 %	1,6 %

Quelle: FINANCE/DBAG, Economic Impact of Private Equity in Germany, S. 16ff.

Im Rahmen der voranschreitenden Kapitalmarktorientierung in der Unternehmensfinanzierung spielen Finanzinvestoren auch eine verstärkende Rolle als Auftraggeber und Katalysatoren für weitere hochspezialisierte Dienstleistungsanbieter und Experten. So sind Auftragsvolumen und Arbeitsplatzwachstum im Bereich des Investmentbankings, der Unternehmens- und der Rechtsberatung mittlerweile stark vom Geschäft der Finanzinvestoren abhängig. Dieses auf Unternehmenstransaktionen und Kapitalmarktgeschäfte spezialisierte Marktsegment der Finanzdienstleister beschäftigt in Deutschland eine zunehmende Anzahl hochqualifizierter Mitarbeiter. **Der Managerkreis schlägt daher vor, dringend die Aktivitäten von Finanzinvestoren am Finanzplatz Deutschland aktiv zu unterstützen, um das Wachstum und die Wettbewerbsfähigkeit dieser hoch spezialisierten Branche am Standort Deutschland zu fördern. Andernfalls droht perspektivisch bei ungünstigen Rahmenbedingungen ein weiterer „Brain-Drain“ von Spezialisten in andere europäische und außereuropäische Finanzzentren.**

### 2.4 Beitrag zur Entwicklung kapitalgedeckter Sicherungssysteme

Die Substanz und Leistungsfähigkeit kapitalbasierter sozialer Sicherungssysteme, wie der Altersvorsorge, sind primär von den Fähigkeiten der vermögensverwaltenden Institutionen abhängig, langfristig attraktive Anlagemöglichkeiten zu identifizieren und dort Kapital unterzubringen. Alternative Anlagen, wie die Fonds der Finanzinvestoren, bieten aufgrund der Langfristigkeit und niedrigen Korrelation mit den allgemeinen Aktien- und Anleihemärkten attraktive Renditechancen.

Allerdings signalisiert die niedrige Allokationsquote deutscher Pensionsfonds und Lebensversicherungen, dass die Vorteile und Renditechancen alternativer Anlagen deutschen Privatanlegern und Sparern bisher weitgehend verschlossen bleiben. **Der Managerkreis beurteilt es kritisch, dass deutsche Finanzinvestoren, die auch primär in deutsche Unternehmen investieren, einen maßgeblichen Teil ihres Kapitals bei ausländischen Institutionen akquirieren müssen. Somit partizipieren deutsche Privatanleger und Sparer am Wertzuwachs dieser Fonds nicht in angemessenen Maßen.**

Institutionelle Investoren erbringen für ihre Anleger in Deutschland noch nicht die optimalen Renditen, da die Möglichkeiten zur Ertragsverbesserung über alternative Anlagen längst nicht ausgeschöpft sind. Dies liegt sowohl an den restriktiven Rahmenbedingungen als auch an den mangelnden Erfahrungen im Umgang mit dieser Anlageklasse.

### 2.5 Beitrag zur Kapitalmarkteffizienz und Kapitalmarktstabilität

Die intermediäre Funktion von Finanzinvestoren wirkt deutlich positiv auf die Effizienz des nationalen und europäischen Kapitalmarktes. So lässt sich die Versorgung mittelständischer Unternehmen mit Eigenkapital und innovativen mezzaninen Finanzierungsinstrumenten über Finanzinvestoren relativ unproblematisch gestalten. Vor allem die vergleichsweise niedrigen Transaktionskosten sowie die höhere Bewertungs- und Transaktionssicherheit sind Argumente für mittelständische Unternehmen, aber auch für Konzerne, sich für den Verkauf an einen Finanzinvestor zu entscheiden.

**Die Beteiligungsfinanzierung trägt zur Umsetzung der europäischen Kapitalmarktintegration bei, da der Anteil von länderübergreifenden Transaktionen stetig**

**anwächst und damit die Finanzierung eines Unternehmens durch mehrere Finanzinvestoren (Syndizierung) über Ländergrenzen hinweg zunimmt.** Auch die europa- und weltweiten Anlagestrategien institutioneller Investoren fordern und fördern die Integration europäischer Kapitalmärkte in die globalen Finanzmärkte.

Das Segment der nicht-börsennotierten Unternehmensbeteiligungen (Beteiligungskapital / Private Equity) trägt zudem zu einer verbesserten Kapitalmarktstabilität bei. Es handelt sich hierbei um langfristige Beteiligungen, die nicht fungibel sind und somit keine viralen Effekte, wie beispielsweise Kettenreaktionen an den Börsen, auslösen können.

Hedgefonds hingegen handeln dynamisch mit börsen-notierten Wertpapieren und Derivaten. Sie tragen durch ihre hohe Handelsfrequenz und großen Anlagevolumina somit nur zur Liquidität des Marktes bei. Sie leisten aber eher einen negativen Beitrag zur Finanzmarktstabilität, da ihre Transaktionen hohe Hebelwirkungen aufweisen und virale Effekte auslösen können.

### 3. Empfehlungen

#### 3.1 Anpassung der Rahmenbedingungen an europäische Standards

Der Managerkreis schlägt vor, das bestehende Regelwerk zur Beteiligungsfinanzierung an europäische Standards anzupassen. **Deutschland bildet im europäischen Vergleich hinsichtlich der Rahmenbedingungen für Finanzinvestoren das Schlusslicht. Das bedeutet, dass das Potenzial für die volkswirtschaftlich förderliche Beteiligungsfinanzierung nicht ausgeschöpft ist und der Standort Deutschland bisher nur unzureichend von den Vorteilen der Aktivitäten der Finanzinvestoren profitiert.**

- Der Verbesserung der Situation dient vor allem die Schaffung steuertransparenter Strukturen für Fonds, da inländische wie ausländische Investoren nur in Fonds investieren, bei denen Mehrfachbesteuerungen ausgeschlossen und die Strukturen klar sind.
- Im Weiteren gilt es, die bestehenden Restriktionen für Pensionsfonds und Versicherungen als Anleger sukzessive abzubauen, um einen kontinuierlichen Mittelzufluss in die Anlageklasse zu ermöglichen und somit dort eine „kritische Masse“ zu erreichen.
- Zudem sollten weitere Barrieren, die die Niederlassung von Finanzinvestoren und deren Fonds in Deutschland verhindern, deutlich verringert werden. Zu nennen sind hier die optimierungsbedürftigen Regelungen zur Besteuerung des Carried Interest, der Umsatzbesteuerung der Managementgebühren sowie die Definition der „Gewerblichkeit“ von Beteiligungsfonds.

Sollten sich die Rahmenbedingungen nicht weiter verbessern, werden „Kapital und Köpfe“ weiterhin im Ausland stationiert bleiben oder dorthin abwandern. Somit vermindern sich die Chancen, an innovativen Entwicklungen des Finanzmarktes wie Hedgefonds, REITs oder Private Equity Fonds zu partizipieren.

#### 3.2 Anlegerchancen und Anlegerschutz

Der Managerkreis plädiert für eine höhere Allokation deutscher Institutionen in die Anlageklasse der alternativen Investments, um Privatanleger und Sparer über Fondslösungen an Renditesteigerungen teilhaben zu lassen und die Leistungsfähigkeit der ergänzenden kapitalgedeckten Sicherungssysteme zu stärken.

Da Privatanleger sich nicht direkt, sondern nur über professionell verwaltete Fonds an dieser Anlageklasse beteiligen, ergeben sich derzeit keine Implikationen für einen verschärften Anlegerschutz.

### 3.3 Corporate Governance und Regulierung

Im Bereich des Beteiligungskapitals ergibt sich aus der Perspektive des Managerkreises derzeit kein konkreter Regulierungsbedarf, da es sich bei den Unternehmenstransaktionen zumeist nicht um börsennotierte und somit fungible Unternehmensanteile handelt. **Es muss bei der Beurteilung des Sachverhalts berücksichtigt werden, dass die Mehrheit der eigentümergeführten Unternehmen freiwillig an Investoren verkauft wird. „Feindliche Übernahmen“ sind im deutschen Mittelstand die Ausnahme.** Auch seitens der Arbeitnehmervertretungen werden Übernahmen durch Finanzinvestoren mitunter begrüßt, wie das Beispiel der Traditionsfirma Märklin zeigt. Hier hatte der Betriebsrat den Verkauf an einen britischen Finanzinvestor unterstützt, um das Unternehmen vor der Insolvenz zu retten und Arbeitsplätze weitgehend zu erhalten.

Zudem sind die Investmentmanager der Finanzinvestoren nicht direkt an den akquirierten Unternehmen beteiligt, so dass sich wenige Interessenskonflikte im Hinblick auf Insidergeschäfte stellen. Die Corporate Governance-Beziehung zwischen institutionellen Investoren als kontrollierender Instanz einerseits und den Fonds-verwaltenden Finanzinvestoren andererseits hat sich sowohl in den angelsächsischen Ländern als auch in Deutschland als praktikabel und erfolgreich erwiesen. Nur sehr wenige Fälle mangelhafter Corporate Governance und Firmenskandale sind bei Unternehmen bekannt, die durch Finanzinvestoren akquiriert wurden.

**Der Managerkreis unterstützt generell die Aktivitäten der Europäischen Union, im Rahmen der Integration europäischer Finanzmärkte einheitliche Lösungen und Regulierungsstrukturen zu schaffen.** Die Ergebnisse der Expertengruppe „Alternative Investments“, die im Anschluss an die im November 2005 abgeschlossene Grünbuchkonsultation gebildet wurde, werden zur Mitte 2006 vorliegen und anschließend zur Diskussion stehen. **Rein nationale Regulierungen sind aus Perspektive des Managerkreises unangebracht; sie sind nicht zielführend, da sich global agierende Finanzinvestoren sowie ihre institutionellen Anleger nationalen Regulierungen nur begrenzt unterwerfen und stattdessen vielfach von außereuropäischen Dependancen weiter agieren.**

### 3.4 Kommunikation und öffentliche Darstellung

Die wachsende volkswirtschaftliche Rolle von Private Equity kontrastiert mit ihrer negativen Wahrnehmung in der Öffentlichkeit. Dabei ist in Rechnung zu stellen, dass die Branche in Deutschland noch vergleichsweise jung ist und über ihre Ziele und Arbeitsweise daher großer Aufklärungsbedarf besteht. **Von Vertretern der Branche wird zu Recht die Intensivierung des Dialogs mit Politik und Öffentlichkeit gefordert.** Eine Imageverbesserung ist auch deshalb erstrebenswert, weil im Zuge einer positiven Wahrnehmung potenziell mehr Anleger von den Vorteilen der Branche profitieren wollen. Gerade angesichts ihrer zunehmenden Bedeutung sollte die Branche eine aktive Kommunikationsstrategie verfolgen.

**Der Managerkreis ist davon überzeugt, dass mehr Transparenz den Dialog mit Politik und Öffentlichkeit erleichtert.** Zwar existieren vielfältige Informationsquellen, und zwischen den beteiligten Akteuren sorgen strenge Prüf- und Unternehmensbewertungsrichtlinien sowie detaillierte Dokumentationspflichten für eine hohe Transparenz. Gegenüber der Öffentlichkeit übernehmen die Branchenverbände und Unternehmensberatungen die Publikation branchenrelevanter Kennzahlen. Allerdings werden diese nicht auf Ebene der Einzeltransaktionen, sondern in aggregierter Form ausgewiesen. Es sollten daher Vorschläge für eine Erhöhung der Transparenz geprüft werden, die bereits aus der Branche vorgetragen wurden, wie beispielsweise

der Ausweis der Umsatz- und Gewinnentwicklung jedes übernommenen Unternehmens und bessere Maßstäbe zur Erfolgsmessung der Beteiligungsfonds.

### 3.5 Handlungsspielräume der öffentlichen Hand

Angesichts der teilweise prekären Situation öffentlicher Haushalte sowie aus ordnungspolitischen Überlegungen schlägt der Managerkreis eine unvoreingenommene Prüfung der Handlungsspielräume sowohl auf kommunaler als auch auf landes- und bundespolitischer Ebene vor. **Wir sind davon überzeugt, dass sich die öffentliche Hand aus dem Beteiligungsgeschäft zurückziehen kann, ohne dabei unternehmerischen Schaden anzurichten.** Durch den Verkauf von Immobilienbeständen bzw. die Privatisierung von Beteiligungen lassen sich Entschuldungen realisieren. Die sinkenden Zinsbelastungen eröffnen wiederum Spielräume für notwendige und sinnvolle Investitionen in die öffentliche Infrastruktur, beispielsweise in Schulen, Kindergärten oder Straßenbau. Ein aktuelles Beispiel ist der Fall Dresden: Der Stadtrat forcierte den Verkauf der städtischen Wohnungsbaugesellschaft (Woba) und ließ sich über vertragliche Regelungen („Sozialkatalog“) die Mieter- und Bürgerinteressen durch den Investor langfristig weitgehend absichern.