

»Turbokapitalismus versus Soziale Marktwirtschaft«

Findet ein Ausverkauf deutscher Unternehmen durch ausländische Fonds statt?

3

Fast jede Woche füllen Meldungen über Firmenübernahmen und dadurch bedrohte Arbeitsplätze die Titelseiten der deutschen Presse. Findet ein Ausverkauf deutscher Unternehmen durch ausländische Fonds statt? Verhindern kurzfristige Gewinninteressen von Hedge- und Private-Equity-Fonds eine solide Unternehmensstrategie und gefährden die Existenz von Traditionsunternehmen? Zu diesen Fragen fand vom 20. bis 22. Oktober 2006 unter der Leitung von Dr. Wolfgang Quaisser in der Akademie für Politische Bildung Tutzing die Tagung »Dem Raubtier auf die Zähne geföhlt: Turbokapitalismus versus Soziale Marktwirtschaft« statt. Einige der dort vorgestellten Referate werden hier in einer Kurzfassung veröffentlicht.

Möglichkeiten und Grenzen zur Stabilisierung internationaler Finanz-, insbesondere Devisenmärkte – neue Aufgaben für den IWF?

Jüngste Untersuchungen von IWF und BIZ belegen nicht nur die beträchtlichen Preisvolatilitäten auf den Rohstoff-, Aktien-, Wertpapier-, Geld und Fremdwährungsmärkten in den letzten zwei bis sieben Jahren, sie zeigen vielmehr auch einige »stilisierte Fakten«: Die genannte Volatilität scheint besonders während rezessiver Phasen der Konjunktur und in Perioden negativer realer Renditen zuzunehmen. Demnach gehen Rezessionen neueren Typs mit höheren Inflationsraten einher, während hohes Wachstum häufig inflationsfrei ist bzw. von niedrigen Inflationsraten begleitet wird. Umgekehrt kann man beobachten, dass etwa die Volatilität von Wertpapierrenditen bei überdurchschnittlichem Wachstum sinkt. Schließlich scheint die Verknappung der Liquidität durch die Zinspolitik von Notenbanken die Volatilität von Finanzmarktpreisen zu erhöhen. Daraus lässt sich auf ein implizites Dilemma der Notenbanken schließen: Wenn die Inflation ansteigt, befinden sich die Volkswirtschaften bereits im Abschwung, eine Reduktion der Liquidität als Reaktion darauf trifft dann nicht nur die Preis-, sondern auch die Outputentwicklung.

Sinkende, also auch negativ werdende Realzinsen haben noch einen weiteren Effekt. Wie sich für den Zeitraum von 1999 bis 2006 demonstrieren lässt, gingen sie mit einem rapide wachsenden Bestand an Derivaten einher. Die Zahl der

bestehenden Kontrakte wuchs von knapp 3 Milliarden im Jahr 2001 auf voraussichtlich über 8 Milliarden im Jahr 2006 an. Die Nominalwerte dieser Kontrakte beliefen sich im Jahr 2000 noch auf knapp 400 Bill. US-Dollar. Diese haben sich in den letzten sechs Jahren nach Angaben der BIZ mehr als vervierfacht. Bei Derivaten handelt es sich bekanntlich um künstliche Finanzinstrumente, die sich auf einen Basiswert beziehen und ohne diese Verbindung nicht existieren könnten. Wenn »normale« Zinsanlagen demnach vergleichsweise unattraktiv werden, suchen Fondsmanager offenbar verstärkt nach höheren (wenn auch mit größeren Risiken behafteten) Renditen. Die Risiken von Derivaten konnten etwa bei Goldzertifikaten festgestellt werden: Der Umfang der gegenwärtig gehandelten Gold-Zertifikate bzw. Gold-Kontrakte ist deutlich größer als der globale Bestand an Gold. Bei einer Krise könnten sich nicht alle Besitzer solcher Kontrakte Gold real ausliefern lassen, weil es in dieser Menge gar nicht verfügbar ist. In »ruhigen Zeiten« werden Kontrakte von Anlegern bekanntlich selten bis zum Erfüllungstermin gehalten, vielmehr wird die Forderung vor Fälligkeit verkauft (»Glattstellen«).

Da Investoren in der Regel nicht nur in-, sondern häufig ausländische Finanzprodukte nachfragen, hat das Wachstum der Derivate unmittelbare Folgen für die Umsätze am Devisenmarkt. Auch hier lässt sich nachzeichnen, dass allein zwischen dem Jahr 1992 und dem Jahr 2004 der durchschnittliche Tagesumsatz im Monat



Friedrich L. Sell*

* Prof. Dr. Friedrich L. Sell ist Inhaber der Professur für Volkswirtschaftslehre, insbesondere Makroökonomik und Wirtschaftspolitik an der Universität der Bundeswehr München.

April (der als vergleichsweise »neutral« im Hinblick auf saisonale Effekte gilt und deswegen von der BIZ und anderen Einrichtungen gern als »Messmonat« ausgewählt wird) von 818 Mrd. auf 1880 Mrd. US-Dollar angestiegen ist, sich mit hin weit mehr als verdoppelt hat. Wichtige Währungen in der Weltwirtschaft, wie der Euro, haben im Zeitraum zwischen 1999 und 2006 regelrechte »Talfahrten« hinter sich gebracht: Vom Ausgabekurs im Januar 1999, der bei rund 1,17 US-Dollar je Euro lag, rutschte die Parität auf ein Rekordtief von 0,8225 US-Dollar je Euro im Herbst des Jahres 2000, um anschließend, nach den Turbulenzen um den 11. September 2001 herum, seit dem Frühjahr 2002 stetig anzusteigen und schließlich im Dezember 2004 ein Rekordhoch von 1,3667 US-Dollar je Euro zu erklimmen. Seitdem notiert der Euro durchschnittlich zwischen 1,20 und 1,30 US-Dollar je Euro. Inwieweit bzw. wie stark wichtige makroökonomische Größen wie Inflation und Arbeitslosenquote, die den frisch gebackenen Nobelpreisträger Edmund S. Phelps schon immer interessierten, von diesen Tal- und Bergfahrten des Wechselkurses maßgeblich beeinflusst wurden, ist, wie häufig, umstritten. Es scheint aber, wie es auch sonst in der Ökonomie oft geschieht, asymmetrisch zuzugehen: Abwertungen des Euro vermögen offenbar die Arbeitslosenquote zu drücken, zugleich aber auch die Inflation zu befeuern. Kehrt sich die Richtung zugunsten eines Aufwertungstrends um, so leidet der Arbeitsmarkt vergleichsweise weniger, wie er vorher profitierte, die Inflation geht allerdings auch nicht so stark zurück, wie es der internationale Preiszusammenhang erwarten ließe. Fachleute erklären ein solches Muster gern mit dem »pricing to the market« der besonders außenhandelsorientierten Unternehmen: Bei Aufwertungen der eigenen Währung nimmt man die Preisvorstellungen in inländischen Geldeinheiten und damit die Profitmarge eher zurück und behält die alten US-Dollar-Preise bei – zugunsten einer Stabilisierung des Mengenumsatzes. Im Falle einer Abwertung des Euro werden dagegen die US-Dollar-Preise eher reduziert, womit mehr Waren im Ausland abgesetzt werden können. Bei einem unveränderten US-Dollar-Preis könnte die Gewinnmarge ausgedehnt werden.

Nun sind die beobachteten Wechselkurse allerdings beileibe keine langfristigen »Gleichgewichtskurse«, und sie sind auch nicht allein das Ergebnis von Marktprozessen. Untersuchungen der BIZ verdeutlichen, dass die meisten für den Welthandel wichtigen Währungen gegenüber ihrem langfristigen Durchschnittswert real über- oder unterbewertet sind. Zugleich stellen wir seit 1994 und bis dato ungebrochen ein anhaltend starkes Wachstum der weltweiten Währungsreserven fest: Mittlerweile übersteigen diese deutlich die Marke von 4 Bill. US-Dollar, während es 1994 noch lediglich etwas über 1 Bill. US-Dollar gewesen waren. Dahinter verbergen sich massive Interventionen von Notenbanken, insbesondere in Asien und dort gerade von der chinesischen Zentralbank. Diese Interven-

tionen verstärken die schon bestehenden globalen Ungleichgewichte. Chinas starke Ankäufe von US-Dollar vergrößern der Tendenz nach das amerikanische Leistungsbilanzdefizit und liefern zugleich einen Beitrag zu seiner Finanzierung. Die von den chinesischen Behörden im Juli 2005 angeblich durchgeführte Abkopplung vom US-Dollar und Anbindung an einen Korb von Währungen der wichtigsten Handelspartner ist nicht glaubhaft, denn sie müsste sich in Bewegungen des Wechselkurses zwischen Yuan und US-Dollar sowie zwischen Yuan und Euro – und zwar jeweils in entgegengesetzter Richtung – niederschlagen, immer dann, wenn es zwischen Euro und US-Dollar zu starken Veränderungen in eine bestimmte Richtung kommt. Genau das lässt sich aber in den Daten (bis jetzt) nicht finden.

Was kann zu einer Stabilisierung der Derivate- und der Devisenmärkte beitragen?

Wirtschaftspolitisch von Bedeutung ist nun die Frage, was zu einer Stabilisierung der so stark expandierenden Derivate- und der Devisenmärkte beitragen kann. Unter Stabilisierung wollen wir zunächst eine Reduktion der Preisvolatilität an diesen Märkten verstehen. Diese Frage lässt sich später in Bezug auf die Derivate dahingehend ausdehnen, was den Kollaps wichtiger Akteure auf diesen Märkten, wie die der Hedgefonds, weniger wahrscheinlich machen könnte. Sowohl für Derivate (etwa Rohstoffterminkontrakte) als auch für Devisen kann man zeigen, dass Spekulation nicht nur eine wichtige Marktgegenseite für Hedger und Arbitrageure darstellt, sondern dass sie sehr häufig, wenn sie gewinnbringend (verlustbringend) ist, auch tendenziell stabilisierend (destabilisierend) auf die Preisentwicklung wirkt. Dies gilt allerdings mit zwei wichtigen Einschränkungen. *Erstens*: Befinden sich Wechselkurse eingebunden in einen »soft peg«, also einem Pseudo-Festkurs mit engen Bandbreiten, häufigen Devisenmarktinterventionen und damit schwindender Glaubwürdigkeit, werden die offiziellen Paritäten gern »attackiert«, wie im EWS I 1992 und 1993, wie in Mexiko 1994 und in der Asienkrise 1997 geschehen. Die spekulative Attacken wurden dabei maßgeblich von Hedgefonds ausgelöst. Deren Strategie bestand vor allem darin, sich mit kurzfristigen Krediten oder Anleihen zu refinanzieren und an die jeweilige Zentralbank inländische Währung gegen Fremdwährung zu verkaufen, bis sich diese zur Aufgabe der Kursfixierung mangels »Manövriermasse« gezwungen sah. Die anschließende unfreiwillige Abwertung der Inlandswährung ermöglichte den Hedgefonds einen so großen Gewinn, dass die eingetretenen Fremdkapitalkosten leicht kompensiert werden konnten. Allerdings hinterließen die Hedgefonds (überspitzt formuliert) im Falle Asiens mehrfach ein nahezu »ruiniertes Land«, weil sich zur Währungskrise häufig noch eine Banken- und eine Verschuldungskrise hinzugesellte. *Zwei-*

tens: Es ist auch möglich, dass nicht das Land, sondern der Hedgefonds ruiniert wird. So geschehen im Jahre 1998 mit »Long Term Capital Management« (LTCM) bei der Spekulation gegen den Rubel und beinahe im Jahr 2006 mit »Amaranth« bei der Spekulation auf weiter steigende Gaspreise in den USA. Dazu beigetragen haben auch die besonders riskant eingesetzten Instrumente des »Leerverkaufs« und der Fremdfinanzierung (»leverage«). Beim Leerverkauf verkauft der Fonds Papiere (etwa Aktien, Optionen etc) per Terminkontrakt, die er gar nicht besitzt. Fallen, wie erwartet die Kurse, kann er seine Position durch einen Rückkauf mit Gewinn glatt stellen. Tritt der Kursverfall jedoch nicht ein, ja wird sogar ein Kursgewinn daraus, dann führt das Gegengeschäft zu massiven Verlusten. Während die Fremdkapitalaufnahme bei Zutreffen der Wette und niedrigen Zinssätzen zu einem positiven Hebeleffekt führt (durch die Fremdfinanzierung kann die Rendite der Investition gesteigert werden), löst sie bei Verlust der Wette einen negativen »Schaufeleffekt« nach unten aus. Jetzt werden die Verluste durch die Fremdfinanzierung sogar noch vergrößert. Unerwartet steigende Zinsen können erschwerend hinzukommen.

Die oben erwähnten Interventionen von Notenbanken können übrigens stabilisierend auf die Volatilität der Devisenmärkte und ihrer Preisnotierungen wirken, nämlich dann, wenn sie die Elastizität der Devisennachfrage und/oder des Devisenangebots vergrößern. Dann führen Nachfrage- oder Angebotsschocks zu geringeren Preisausschlägen. Die immer wieder »ausgegrabene« Tobin-Steuer auf Devisenmarktumsätze erscheint dagegen ein fragwürdiges Stabilisierungsinstrument. Sie würde erstens auch viele Kurssicherungsgeschäfte treffen, zweitens würde sie wegen der in den Transaktionen häufig enthaltenen Mehrfachumsätze von ein und derselben Ausgangsposition eine aufgeblähte Bemessungsgrundlage haben, drittens kann sie keine eindeutigen empirischen Erfolgsnachweise beibringen. Schließlich müssten sich eigentlich alle Länder daran beteiligen, wenn sie greifen soll. Im Fall von Hedgefonds wird seit längerem über eine verstärkte Regulierung diskutiert. Was könnte eine stärkere Regulierung von Hedgefonds bringen? Im Falle von LTCM war es bekanntlich die Liquiditätszufuhr der Federal Reserve, die verhinderte, dass der gesamte Finanzsektor der USA in Mitleidenschaft geriet. Das war klug, denn es ist nicht Aufgabe der Politik in Marktwirtschaften, Verluste zu verhindern oder den Bestand einzelner Unternehmen zu garantieren, sehr wohl aber die Stabilität der Finanzmärkte insgesamt. Regulierungen sind besonders dann problematisch, wenn sie den Charakter von Garantien oder Ausfallbürgschaften annehmen. Zu denken wäre aber an so etwas wie ein »Basel II für Hedgefonds«, in dem insbesondere allgemeine Regeln formuliert werden, die den Hebeleffekt betreffen (Eigen- versus Fremdmiteinsatz) und auch die »Margins« (Einschussregelungen) auf Futures-Märkten (I. Säule). Analog zur 2. und 3. Säule von

Basel II, wäre an einen Überwachungsprozess für Derivate und Hedgefonds (II. Säule) sowie an eine erweiterte Offenlegung der Transaktionen von Hedgefonds zu denken (III. Säule).

Was kann der IWF zur Stabilisierung der internationalen Finanzmärkte beitragen?

Dazu ist es nützlich, sich zunächst das »traditionelle« Aufgabenfeld des IWF in Erinnerung zu rufen, das vier Kerninhalte hat: Erstens die »Überwachung« der nationalen, regionalen und globalen Ökonomie (z.B. Konsultationen über »globale Ungleichgewichte« zwischen wichtigen Ländern wie China, die Euro-Zone, Lateinamerika, Japan etc). Zweitens »Krisen-Prävention« und Kreditvergabe (z.B. ist seit längerem – insbesondere seit dem Meltzer-Report von 2001 – eine »contingent liquidity facility« »in Arbeit«; dabei sollen Kredite an Länder mit positiver Performance, die aber »verletzlich« sind, etwa für »Ansteckung«, vergeben werden). Drittens die »technische« Hilfe für ärmere Mitgliedsländer (z.B. werden Niedrigeinkommensländer unterstützt beim Schuldenmanagement/bei der Schulden-Streichung). Viertens die *Leitung/das Management der eigenen Institution*, einschließlich der Stimmenrechte und der Quoten von Mitgliedsländern (z.B. hat die Herbsttagung des IWF/der Weltbank in Singapur im September 2006 die Stimmenrechte von Schwellenländern wie China, Indien und Südkorea angehoben).

Eine »neue« Rolle für den IWF könnte etwa darin bestehen, die bereits stattfindenden *Konsultationen* zu intensivieren. Eine interventionistische, »autonome« Wechselkurspolitik (China) etwa erhöht zwar, wie erwähnt, nicht die Volatilität an den Devisenmärkten, dafür aber das Risiko, dass darauf von benachteiligten Ländern protektionistische »Antworten« gegeben werden. Beim Thema der *Kreditvergabe* müsste der IWF weitaus stärker als früher das so genannte »Moral-Hazard«-Problem einbeziehen.

Bei weitgehend »selbst verschuldeten« Krisen sollte der IWF (gerade im Wiederholungsfall) das »Versicherungsprinzip« anwenden: Bei »Schadensfällen«, die von der Versicherung reguliert werden, sinken bekanntlich die »Schadensfreiheitsrabatte« anschließend bzw. die Versicherungsprämien steigen an. Analog wären die Kreditkonditionen des IWF zu staffeln. »Technische Hilfe« an ärmere Länder muss schon bei der Kreditaufnahme einsetzen, nicht erst bei dem Schuldenmanagement/der Schuldenstreichung. Folgende Fragen sind mit Priorität zu beantworten:

Wie viel Kreditaufnahme kann sich das betreffende Land leisten? Wo ist Kofinanzierung mit der Weltbank möglich? »Gute Wirtschaftspolitik« sollte das Länder-Rating und die Kreditkonditionen verbessern. Für die *Leitung/das*

Management der eigenen Institution werden auch in den kommenden Jahren die Themen »Stimmenverteilung« und »Quoten« im Vordergrund stehen. In der Diskussion sollte die Relevanz von BIP, Reservehaltung, Leistungsbilanzsalden für die Berechnung der Quote (»Neue Formel«) geprüft werden. Ein weiterer strategischer Aspekt könnte in einer Aufwertung islamischer Volkswirtschaften liegen. Das würde der Einsicht folgen, dass eine stärkere Beteiligung die Ressentiments gegenüber dem Westen reduzieren könnte.



Martin Hüfner*

Der europäische Banken- und Finanzsektor im europäischen und internationalen Wettbewerb

I.

Zwei Vorbemerkungen zu Beginn. Die erste ist, dass der deutsche Banken- und Finanzsektor nichts mit Turbokapitalismus oder Raubtierkapitalismus zu tun hat. Die deutschen Kreditinstitute sind Teil der Sozialen Marktwirtschaft. Sie verhalten sich nicht mehr und nicht weniger kapitalistisch als andere Unternehmen in Deutschland. Sie werden für ihre Verhaltensweisen auch nicht mehr und nicht weniger als andere kritisiert.

Das war früher einmal anders. In der Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg bis hin in die achtziger/neunziger Jahre des vorigen Jahrhunderts wurden die Banken in regelmäßigen Abständen als Buhmänner der Marktwirtschaft an den Pranger gestellt. Immer wieder wurde die »Macht der Banken« kritisiert. Vielfach wurde ihre Verstaatlichung gefordert. Seit die Banken aber ihre Industriebeteiligungen weitgehend abgebaut haben und seit das Vollmachtsstimmrecht keine so große Rolle mehr spielt, ist es darüber ruhiger geworden. Jetzt wird lediglich die »Macht der Banken« im Kreditgeschäft bisweilen beklagt. Banken gäben vor allem dem Mittelstand nicht genügend Kredit. Sie würden sich in Schwierigkeiten zu schnell zurückziehen.

Die zweite Vorbemerkung: Die deutschen Banken haben mit Private Equity vergleichsweise weniger zu tun. Die großen Private-Equity-Gesellschaften kommen vor allem aus den USA. In Kontinentaleuropa haben Versicherungen eigene Private-Equity-Gesellschaften gegründet, die sehr aktiv im Mittelstand tätig sind.

* Dr. Martin Hüfner ist ehemaliger Chefvolkswirt der HypoVereinsbank München.

Die Zurückhaltung der Banken hat keine ideologischen Gründe. Im Gegenteil. Die Banken lehnen diese Art von Geschäften keineswegs ab. Sie sammeln zum Beispiel Geld für die Gesellschaften ein. Sie beteiligen sich auch an der Finanzierung der Kredittranchen bei Transaktionen der Private-Equity-Gesellschaften.

Der Hauptgrund für die Zurückhaltung der Banken gegenüber Private-Equity-Gesellschaften liegt aus meiner Sicht darin, dass deutsche Banken als Universalbanken nicht in Loyalitätskonflikte mit ihren Kunden kommen wollen. Wer einem Unternehmen mit Kredit und allen anderen bankmäßigen Finanzierungen zur Seite steht, der kann nicht gleichzeitig als Private-Equity-Investor als Käufer des Unternehmens auftreten. Das würde das Vertrauensverhältnis zum Kunden untergraben. Davor schützen auch noch so große »Chinese Walls« innerhalb der Banken nicht. Es gibt eine Reihe von Private-Equity-Fonds in Deutschland, die sich ursprünglich im Besitz der Banken befanden und Unternehmen Eigenkapital zur Verfügung stellten. Die Banken haben sich von ihnen jedoch getrennt, um jeden Verdacht von Interessenskonflikten zu vermeiden.

II.

Auch wenn die deutschen Banken weniger eigenes Private-Equity-Geschäft betreiben, möchte ich trotzdem ein paar Thesen zu diesem Thema zur Diskussion stellen. Zu sehr erhitzen diese Themen heute die Gemüter in der Öffentlichkeit und zu sehr sind Private-Equity-Fonds mit einem Mythos umgeben:

1. Private-Equity-Fonds sind im Prinzip nichts anderes als normale Aktienfonds, wie es sie schon sehr lange am Markt gibt und wie sie von den Investmentgesellschaften und den Banken angeboten werden. Der Unterschied liegt lediglich darin, dass sie (a) in der Regel größere Volumina disponieren, dass sie (b) langfristiger denken und investieren und nicht auf kurzfristigen Spekulationsgewinn aus sind, dass sie (c) ganze Unternehmen kaufen und nicht nur Minderheitsbeteiligungen und dass sie (d) sich nicht auf Aktiengesellschaften beschränken, sondern auch Gesellschaften mit anderen Rechtsformen erwerben. In jedem Fall kaufen sie Eigentumsrechte an Unternehmen und versuchen damit Geld zu verdienen.
2. Die Aufregung in der Öffentlichkeit über Private-Equity-Gesellschaften kommt zu einem großen Teil daher, dass es in Deutschland vielfach noch am Verständnis für corporate governance fehlt. Corporate governance heißt ganz einfach, dass der Eigentümer einer Firma über sein Eigentum, nämlich die Firma, entscheidet. Private-Equity-Fonds tun das sehr konsequent, viel konsequenter, als das die vorherigen deutschen Eigentümer häufig taten. Insbesondere drängen sie darauf, die Produktivität und Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen zu verbessern, damit sich dann auch die Rentabilität erhöht. Private-Equity-Gesellschaften haben kein Interesse, die Unternehmen herunterzuwirtschaften. Im Gegenteil: Sie wollen sie später ja mit Gewinn verkaufen.
3. Die Private-Equity-Gesellschaften übernehmen dabei nicht das Management der Gesellschaften. Sie sind normalerweise nicht im Vorstand vertreten, allenfalls im Aufsichtsrat. Sie wechseln auch nicht notwendigerweise den Vorstand eines Unternehmens aus, wenn sie es kaufen. Der Vorstand muss sich aber verpflichten, die gemeinsam aufgestellten Ziele des Unternehmens zu verwirklichen. Im Controlling sind die Fonds sehr penibel. Sie verlangen ein kurzfristiges Reporting und möchten frühzeitig erfahren, wenn sich eine Zielverfehlung andeutet. Sie verlangen dann vom Vorstand exakte Aussagen, warum die Zielverfehlung eingetreten ist und wie sie korrigiert werden soll. Solch ein konsequentes Reporting und Controlling gab es vorher meist nicht und ist für die Firmen oft sehr hilfreich.
4. Natürlich kann man Private-Equity-Fonds vorwerfen, dass sie andere Stakeholder des Unternehmens nicht ausreichend berücksichtigen. Insbesondere haben sie ein distanzierteres Verhältnis zur Sozialbindung des Eigentums. Ob die Unternehmen und die Arbeitnehmer damit aber schlechter fahren, bleibt dahin gestellt. Es gibt natürlich schwarze Schafe, die man als Turbokapitalisten oder Raubtiere bezeichnen könnte. Es gibt aber auch viele weiße Schafe, die eine sehr ordentliche, solide und für die Unternehmen hilfreiche Arbeit tun, im Zweifel auch die Beschäftigung erhöhen.
5. Das Entstehen der Private-Equity-Fonds spiegelt eine Gewichtsverlagerung im volkswirtschaftlichen Kreislauf. Grundsätzlich gibt es in einer Volkswirtschaft zwei Kreisläufe. Im Güterkreislauf kaufen die Verbraucher Güter und Dienste von den Unternehmen, die dafür Beschäftigung und Einkommen der Verbraucher schaffen. Das stand bei der Betrachtung bisher im Mittelpunkt. Im Kapitalkreislauf stellen die privaten Haushalte den Unternehmen Ersparnisse zur Verfügung und erhalten dafür Zinsen und Dividenden (die sie dann wieder für Käufe nutzen). Dieser Kreislauf wird in Zukunft mit den demographischen Veränderungen eine größere Bedeutung erlangen. Junge Leute müssen mehr Geld fürs Alter zurücklegen, und je höher die Zinsen sind, desto höher ist dann auch die zu erwartende Altersvorsorge. Ältere Leute, die bereits aus dem Erwerbsleben ausgeschieden sind, leben nur noch von der Ersparnis und den Zinsen. Damit wird der Druck der Sparer auf höhere Renditen immer stärker. Genau das zeigt sich im Verhalten der Private-Equity-Fonds. Viele Pensionsfonds der Welt investieren heute in Private Equity.
6. Die Private-Equity-Gesellschaften erwerben die Unternehmen nicht in einem Raubzug, sondern in einem rechtsstaatlichen Verfahren durch Verträge. Warum werden eigentlich immer nur die Private-Equity-Gesellschaft

ten angeklagt, die die Unternehmen kaufen? Warum fragen wir nie, warum der bisherige Eigentümer verkauft, und was er mit seinem Geld macht? Aus meiner Sicht ist der Verkäufer moralisch nicht anders zu bewerten als der Käufer.

7. Die Tatsache, dass Private-Equity-Gesellschaften ausgerechnet in Deutschland tätig sind, stellt ein Vertrauensvotum für unsere Unternehmen und unsere Volkswirtschaft dar. Es ist ein Zeichen, dass es auf unseren Märkten etwas zu verdienen gibt, dass die Unternehmen hier gut sind und noch besser werden könnten. In den Jahren eines geschlosseneren Wettbewerbs und einer weniger ausgebildeten corporate governance nach dem Zweiten Weltkrieg haben sich Produktivitätsreserven gebildet, die nicht voll ausgeschöpft wurden. Große Unternehmen sind jetzt durch Restrukturierung und Fokussierung ihres Geschäfts dabei, diese Reserven zu heben. Im Mittelstand helfen Private-Equity-Gesellschaften bei der Hebung der Reserven, soweit das die bisherigen Eigentümer nicht aus eigener Kraft tun. Was würden wir sagen, wenn die Private-Equity-Gesellschaften um unser Land einen Bogen machen würden, weil es hier nichts zu »holen« gibt?
8. Private-Equity-Investments in Deutschland führen dazu, dass Kapital für Investitionen zufließt. Darüber sollten wir uns freuen. Natürlich werden mit dem Geld keine neuen Arbeitsplätze geschaffen, sondern es wechselt nur der Besitzer von bestehenden Produktionsanlagen. Die Verkäufer der Unternehmen bekommen aber Geld, mit dem sie – wenn sie wollen – neue Arbeitsplätze schaffen können.
9. Ein Problem werfen die Private-Equity-Gesellschaften für die Stabilität des Finanzsystems auf. Durch die Investments dieser Fonds verringert sich die Eigenkapitalquote, und es steigt der Fremdmittelbedarf. Wenn nun die Zinsen nach oben gehen, dann könnten einige Unternehmen bei der Bedienung des zusätzlichen Fremdkapitals in Schwierigkeiten geraten. Hier muss man nach Lösungen suchen, damit die Risiken nicht zu groß werden. Man muss aber bedenken, dass die Private-Equity-Gesellschaften kein Interesse daran haben, dass die Unternehmen in Schwierigkeiten kommen. Mit insolventen Unternehmen verdienen sie kein Geld.

III.

Die Stellung des deutschen Banken- und Finanzsektors im europäischen und internationalen Wettbewerb hat sich in den letzten Jahren spürbar verändert. Noch vor 10 bis 15 Jahren rangierten die deutschen Banken international an der Spitze in Europa und der Welt. Das galt zwar nicht im Hinblick auf die Marktkapitalisierung (die damals aber auch noch nicht die große Rolle spielte). Wohl aber betraf es ihre Stabilität und Solidität (gemessen an der Einschätzung durch die Rating-Agenturen), die Qualität ihrer Dienstleistun-

gen, ihr Geschäftsmodell als Universalbank und die Größe ihrer Bilanzsumme. Das Universalbanksystem, in dem Kredit- und Einlagengeschäft genauso betrieben wird wie das Wertpapier- und Kapitalmarktgeschäft, war ein deutscher Exportartikel. Die Amerikaner machten einen Schritt auf das Universalbanksystem, indem sie den Glass Steagall Act aufhoben und damit die seit der Weltwirtschaftskrise bestehende Trennung von Commercial Banking und Investment Banking abschafften. Sie erlaubten ihren Banken eine stärkere Expansion und damit die Nutzung von Größenvorteilen, indem sie den McFadden Act abschafften, der es amerikanischen Banken verbot, in mehr als einem Bundesstaat tätig zu sein.

Natürlich gab es auch damals Kritikpunkte an den deutschen Banken. So warf man ihnen vor, zu große Industriebeteiligungen zu halten oder sich in ihrer Geschäftspolitik zu wenig am Kapitalmarkt zu orientieren. Damit waren sie verantwortlich für die zu geringe Eigenkapitalquote der deutschen Unternehmen. Kritisiert wurde auch die geringe Offenheit des deutschen Marktes für ausländische Wettbewerber. Aber insgesamt waren deutsche Banken europäisch und international hoch angesehen.

Das ist heute nicht mehr der Fall. Deutsche Banken liegen mit ihren Ratings nicht mehr an der Spitze. Sie sind nicht mehr führend in Kreativität und Innovationskraft. Die zweit- und die drittgrößte Bank der Bundesrepublik wurden von anderen Unternehmen aufgekauft, die eine von der italienischen Unicredit und die andere von der Allianz Versicherung. Im Übrigen ist das Universalbanksystem heute nichts Besonderes mehr, sondern wird wie selbstverständlich international praktiziert.

Worauf beruht die Veränderung?

1. Häufig werden dafür Managementfehler der Banken verantwortlich gemacht. Zweifellos gab es solche Fehler. Nach meiner Einschätzung waren sie aber in Deutschland nicht größer als in anderen Ländern und in anderen Branchen. Deutsche Bankmanager waren und sind nicht besser und nicht schlechter als andere Manager.
2. Wichtiger ist, dass die deutschen Banken Anfang der neunziger Jahre durch die deutsch-deutsche Wiedervereinigung viele Kräfte auf die innerdeutsche Expansion lenken mussten und die internationale Expansion vernachlässigten. Damit gerieten sie im europäischen und internationalen Wettbewerb genau zu dem Zeitpunkt ins Hintertreffen, in dem andere Länder sich anschickten, wichtige Weichenstellungen vorzunehmen. Hinzu kam, dass die innerdeutschen Erwartungen nicht aufgingen, sondern viele Wertberichtigungen produzierten, die die Ertragsrechnung belasteten. Andere Länder hatten solche Probleme nicht.

3. Hinzu kam, dass sich die Politik in Deutschland beim Aufbrechen alter Strukturen als weniger flexibel erwies. In allen europäischen Ländern gab es in den achtziger und neunziger Jahren im Kreditgewerbe starke öffentliche bzw. quasi öffentliche Bereiche (Sparkassen und Genossenschaftsbanken). Diese Strukturen wurden jedoch außerhalb der Bundesrepublik sehr flexibel mit dem privaten Sektor zusammengeführt, so dass sich daraus keine größeren Wettbewerbsverzerrungen ergaben. In Österreich beispielsweise entstand die größte Bank BA-CA durch einen Zusammenschluss der Sparkasse Bank Austria und der privaten Creditanstalt. In Italien schlossen sich verschiedene Sparkassen zu der bislang größten privaten Bank des Landes, der Unicredit, zusammen.

Nur in Deutschland blieb es bei einer strikten Trennung. Das hing sicher zum Teil mit der starren Haltung der Verbandsvertreter zusammen. Entscheidend aber war letztlich, dass die Politik die Grenzen zwischen privaten und öffentlichen Banken sanktionierte. In der Marktwirtschaft der Bundesrepublik sind die Banken der einzige Sektor, der noch nicht privatisiert ist, sondern von der öffentlichen Hand dominiert wird. Private Banken haben nur einen Marktanteil von etwa einem Drittel. Dies kann man sicher nicht mit Marktversagen oder mit externen Effekten erklären, die wirtschaftspolitisch eine Einschränkung des Wettbewerbs erzwingen würden.

Diese Struktur verhinderte, dass es in Deutschland wie in anderen europäischen und außereuropäischen Ländern zu einer Konsolidierung des Bankensektors und zur Schaffung wettbewerbsfähiger Größenverhältnisse kam. In Deutschland hat das größte Kreditinstitut, die Deutsche Bank, einen Marktanteil von 7 bis 8%. In Großbritannien, Spanien, Italien oder Frankreich haben die größten Institute Marktanteile von weit über 10, zum Teil sogar über 20%. Solche Institute verfügen über eine ganz andere Marktmacht, eine andere Rentabilität und ein anderes Selbstbewusstsein.

IV.

Vergleicht man die deutschen Banken mit ihrer Konkurrenz im europäischen und außereuropäischen Ausland, so zeigen sich Stärken und Schwächen. Natürlich sind die Verhältnisse bei den einzelnen Instituten unterschiedlich, und man muss sehr stark generalisieren, um zu validen Urteilen zu kommen. Insbesondere nimmt in der Bundesrepublik die Deutsche Bank eine Sonderstellung ein. Gleichwohl seien hier ein paar allgemeine Aussagen versucht.

Wichtige Stärken der deutschen Bank im europäischen und internationalen Wettbewerb sind:

- Eine hohe Servicequalität. Es waren die Deutschen, die den Euroscheck entwickelten, der für die Kunden prak-

tisch ein europäisches Geld schuf, lange bevor es den Euro gab. Die deutsche Baufinanzierung mit Festzins-Hypotheken und Pfandbriefen ist beispielhaft. Es hat bis jetzt gedauert, dass die Amerikaner einen Pfandbrief auf den Markt bringen. Das jetzt international so boomende Ratenkreditgeschäft wurde in Deutschland vor ein paar Jahren wiederentdeckt.

- Ein günstiges Preis/Leistungsverhältnis. Die Zinsmargen der deutschen Banken sind wesentlich niedriger als die etwa in Italien oder Spanien oder Großbritannien. Das ist natürlich eine Folge des hohen Wettbewerbs.
- Eine starke Orientierung am Mittelstand. Der Begriff der »Hausbank«, der eine besondere Bindung zwischen einem Unternehmen und einer Bank herstellt, entstand in Deutschland. Es gab eine Zeit, in der sich der Mittelstand von seinen »Hausbanken« lösen und durch die Einrichtung mehrerer Bankverbindungen unabhängiger werden wollte. Das hat sich als Fehler erwiesen, weil dann in schwierigen Zeiten keine Bank mehr voll zu dem Unternehmen stand. Inzwischen erleben wir wieder eine Renaissance der Hausbanken.
- Eine frühzeitige Orientierung nach Osteuropa. Den deutschen Banken kamen dabei ihre Erfahrungen in Ostdeutschland zugute sowie die engen Handelsbeziehungen der mittel- und osteuropäischen Staaten zur Bundesrepublik.
- Ein großer Binnenmarkt (den die deutschen Banken freilich nicht selbst geschaffen haben). Er macht Deutschland für europäische und internationale Banken interessant.

Wichtige Schwächen der deutschen Banken im internationalen Vergleich sind:

- Mangelnde Rentabilität, geringere Eigenkapitalausstattung und geringere Marktanteile. Das führt im Ergebnis zu einer geringeren Marktkapitalisierung und macht deutsche Banken im internationalen Wettbewerb eher zu Übernahmekandidaten.
- Geringere Kapitalmarktorientierung und größere Kreditlastigkeit. Damit wird viel Eigenkapital für das Kreditgeschäft gebunden und steht nicht für andere, rentablere Geschäftsfelder zur Verfügung. Das hängt zum Teil mit der Tradition der Universalbanken und lange Zeit fehlenden spezialisierten Investmentbanken zusammen. Keine der globalen Top-Investmentbanken hat heute ihren Sitz in Deutschland. Die Kapitalmarktorientierung entwickelt sich erst langsam, in letzter Zeit vor allem durch die Verbriefungstechniken.
- Unzureichende Innovationskraft. Sicher gibt es Bereiche, wo deutsche Institute weit vorne liegen, etwa bei den ETF's oder den Ratenkrediten. Aber im gesamten Kapitalmarktbereich sind sie eher weniger kreativ und innovativ. Das hängt auch mit der Tradition der deutschen Bankenaufsicht zusammen, die sich bei der Genehmi-

gung von neuen Instrumenten viel Zeit lässt. Hedgefonds wurden in der Bundesrepublik erst genehmigt, als sie in anderen Ländern schon fast ihre Hochzeit hinter sich hatten. Real Estate Investment Trusts (REITs) sind in Deutschland bis heute nicht erlaubt.

V.

In den letzten Jahren haben deutsche Banken im europäischen und internationalen Wettbewerb aufgeholt. Der Tiefpunkt, in dem sie sich zu Beginn des Jahrzehnts befanden, ist überwunden. Sie haben wieder mehr Reserven. Die Rentabilität ist höher. Sie sind strategisch besser aufgestellt. Sie haben sich von Geschäftsfeldern, die nicht zu ihren Kernaktivitäten gehören, getrennt. Die Kosten wurden gesenkt. Gleichwohl gehören sie – abgesehen von der Deutsche Bank – noch nicht zu den Spitzeninstituten in Europa und der Welt. Die Rating Agentur Standard & Poors meinte vor Kurzem, dass sich die deutschen Institute heute etwa da befinden, wo ihre europäische und internationale Konkurrenz vor drei Jahren war. Unter den Banken, die sich heute um die Position einer paneuropäischen Bank bewerben, befindet sich keine deutsche Bank (wieder abgesehen von der Deutschen Bank).

Nun könnte man sagen: solche Schwächphasen hat es immer gegeben. Sie werden überwunden, und die deutschen Institute werden sich wieder erholen und eine Spitzenposition erreichen. Das war in der Vergangenheit auch immer so. Hier hilft dieser Trost aber nicht viel weiter. Denn der Wettbewerb ist inzwischen so hart geworden, dass man vorübergehende Schwächen nicht mehr »ausschwitzten« kann. Wer schwach ist, wird »gefressen« und überlebt nicht. Wenn Deutschland also auf dem europäischen Markt künftig eine Rolle spielen und im Wettbewerb um paneuropäische Banken dabei sein will, dann müssen die Schwächen ganz schnell überwunden werden.

Was ist zu tun? Die Überwindung der Schwächen ist in erster Linie eine Aufgabe der Institute selbst. In Deutschland kommt hinzu, dass die Marktbedingungen verbessert werden müssen. Die deutschen Institute müssen mehr verdienen, auch wenn das zu Lasten der Verbraucher gehen sollte. Und das bedeutet, dass die strengen Grenzen zwischen Sparkassen und privaten Banken fallen müssen. Sonst haben wir eines Tages nur noch einen öffentlichen Sektor, der deutsch ist, und einen privaten Sektor, der sich im Wesentlichen in ausländischer Hand befindet. Schließlich müssen sich die Bedingungen für die Innovation verbessern. Das alles sind keine unüberwindbaren Hindernisse. Aber sie müssen bewältigt werden.



Rüdiger von Rosen*

Aktienakzeptanz in Deutschland als Turbo für Wachstum und Beschäftigung

»Turbokapitalismus« oder »Dagobert-Duck-Ökonomie« sind in jüngster Zeit beliebte Etikettierungen von Kapitalmärkten. Unter Beschuss stehen »raffigierere« Manager börsennotierter Unternehmen und Aktionäre, die von den Unternehmen »unanständig« hohe Renditen forderten oder als »Spekulanten« angeblich die Kapitalmärkte destabilisierten. Neuerdings werden verstärkt ausländische Investoren kritisiert, die einem »Heuschreckenschwarm« gleich über wehrlose deutsche Unternehmen herfielen und nach getaner Arbeit zu ihrem nächsten Opfer weiter zögen.

Solche Vorurteile verwundern, denn theoretische Einsicht und empirische Studien belegen gleichermaßen, dass funktionierende Kapitalmärkte für das Wachstum und die Beschäftigungsaussichten von Volkswirtschaften eine entscheidende Voraussetzung bilden (vgl. dazu z.B. den Überblicksartikel von Allen und Oura 2004).

Dass Deutschland im Vergleich zu den vergangenen Jahren eher mehr Wachstum braucht, steht außer Frage. Wir müssten daher zukünftig nicht weniger, sondern deutlich mehr auf die Kräfte freier Kapitalmärkte und ganz besonders der Aktienmärkte vertraut werden, um dauerhaft die deutsche Wettbewerbsfähigkeit zu sichern. Wie aber steht es um die Kapitalmarktakzeptanz und insbesondere die *Akzeptanz der Aktie* in Deutschland? Eine Bestandsaufnahme muss dazu verschiedene Analyseebenen zusammenführen: Die Seite der Anleger, die Seite der Unternehmen und die Seite der Politik bzw. der durch sie gesetzten Rahmenbedingungen für die Aktienmärkte.

* Prof. Dr. Rüdiger von Rosen ist geschäftsführendes Vorstandsmitglied des Deutschen Aktieninstituts e.V. in Frankfurt am Main.

Aktienakzeptanz auf der Anlegerseite

Eine aussagekräftige Kennzahl für die Aktienakzeptanz auf der Anlegerseite ist das Volumen der Ersparnisse, das die privaten Haushalte direkt oder indirekt in Aktien angelegt haben. Der Anteil der direkten und indirekten Aktienanlage am Geldvermögen der privaten Haushalte ist von 8,2 (1995) auf 9,3% (2005) gestiegen. Gleichzeitig hat sich in diesem Zeitraum die Zahl der deutschen Aktienbesitzer fast verdoppelt. Darin spiegelt sich eine zunehmende Bereitschaft einer größeren Anzahl von Anlegern wider, selbst unternehmerische Risiken zu übernehmen. Allerdings erweist sich der private Aktienbesitz als äußerst volatil, wie der dramatische Schwund um 900 000 Anleger allein im ersten Halbjahr 2006 belegt. Von einer echten, d.h. tief verwurzelten und krisenfesten Akzeptanz der Aktie in der Bevölkerung, insbesondere als Altersvorsorgeprodukt, kann daher nicht gesprochen werden. Die angelsächsisch geprägten Länder, aber auch die Niederlande oder Schweden sind Deutschland hier meilenweit voraus.

Aktienakzeptanz auf der Unternehmensseite

Das zweite Merkmal einer ausgeprägten Aktienakzeptanz ist, inwiefern die *Unternehmen* den Aktienmarkt als Finanzierungsquelle nutzen. Ein Indikator für die Nähe zum Kapitalmarkt, der auch in wissenschaftlichen Studien herangezogen wird, ist der Wert aller börsennotierten inländischen Unternehmen bezogen auf das jeweilige Bruttoinlandsprodukt. Dieser lag Ende 2005 in den USA bei knapp 137%, in Großbritannien bei 140% und in Deutschland bei 44%.

Diese Zahlen deuten – wie bei der Nutzung der Aktie zur Vermögensbildung – ein erhebliches Aufholpotential gegenüber den angelsächsischen Märkten an. Sie überdecken ein wenig, wie auch andere, dass sich die Kapitalmarkt- und Aktienakzeptanz der deutschen Unternehmen in den vergangenen 20 Jahren doch erheblich verbessert hat. Die Zeiten des alten »Corporate Germany«, der Deutschland AG mit ihren typischen Strukturen und Einstellungen, sind vorbei. Banken und Versicherungen haben sich von ihren Unternehmensbeteiligungen als Anlagevermögen weitgehend getrennt. Die Kreditfinanzierung spielt für große Unternehmen nicht mehr die alles dominierende Rolle. Im Gegenzug haben institutionelle Investoren und ausländische Eigentümer ein deutlich höheres Gewicht bei der Kapitalbereitstellung gewonnen.

Aber nicht nur die Eignerstruktur der Unternehmen hat sich verändert. Gleiches gilt für das Verhalten der Unternehmen, das mit dem von vor zehn Jahren nicht mehr zu vergleichen ist. In punkto Transparenz und Offenheit gegenüber ihren Kapitalgebern und der Öffentlichkeit stehen deutsche börsennotierte Unternehmen der internationalen Konkurrenz

heutzutage in nichts mehr nach. Dies mag nicht immer nur aus innerer Motivation heraus geschehen, sondern dürfte ebenso auf den Druck neuer Eignergruppen oder des Gesetzgebers zurückzuführen sein.

Das deutsche Modell der Unternehmensführung und -kontrolle hat damit im vergangenen Jahrzehnt signifikante Wandlungen in Richtung des angloamerikanischen Systems erfahren. Das Verhalten des Managements wird nun aktiver von den Kapitalmärkten und insbesondere den institutionellen Investoren kontrolliert und beeinflusst. Daher steht verstärkt die Orientierung an den Renditeinteressen der Investoren bzw. am Shareholder Value im Fokus der jeweiligen Unternehmensstrategie.

Genau diese Entwicklung wird aber zunehmend kritisiert. Demnach dürfe sich das Handeln der Unternehmen und ihrer Leitungen nicht nur an den Interessen der Eigner orientieren, sondern müsse auch die Interessen anderer Anspruchsgruppen berücksichtigen. Eine einseitige Ausrichtung am Aktionärs- bzw. Investoreninteresse führe nur zur kurzfristigen Profitmaximierung. Einem solchen »Turbokapitalismus« müsse man ordnungspolitisch gegensteuern – auch bei der Gestaltung der Corporate Governance.

Die oft diffuse Kritik am Shareholder Value und dem angeblichen »Turbokapitalismus« ist eindeutig verfehlt.

Zunächst einmal resultiert aus der Verfolgung der Aktionärsinteressen nicht automatisch eine zu kurzfristige Orientierung der Unternehmen. Erwiesenermaßen ist die Aktienanlage gegenüber anderen Anlageformen erst in der langen Frist überlegen. Aktionäre verhalten sich deswegen schlicht irrational, wenn sie auf der Basis einer kurzfristigen Renditemaximierung langfristige Gewinnmöglichkeiten vergeben. Shareholder Value, wie ihn Alfred Rappaport entwickelte, hat deshalb nichts mit Kurzfristorientierung zu tun (vgl. Rappaport 1999). Im Gegenteil: Ursprung der Shareholder-Value-Bewegung waren gerade Fälle, in denen Manager – im Eigen-, nicht im Aktionärsinteresse – zu kurzfristige Strategien verfolgten.

Ein großer Teil der Vorwürfe ist darüber hinaus empirisch nicht haltbar. Dies gilt insbesondere für die These, dass die Ankündigung von Massenentlassungen mit Kurssteigerungen verbunden sei. Das Gros der Manager würde deswegen zu diesem einfachen Mittel der Kurspflege greifen. Entlassungen können zwar tatsächlich zu Kurssteigerungen führen, wenn sie in ein sinnvolles unternehmerisches Konzept eingebettet sind, das die Zukunftsaussichten des Unternehmens und damit auch der Beschäftigten verbessert. Genauso gut ist der umgekehrte Fall möglich, dass die Ankündigung von Entlassungen als Zeichen der unternehmerischen Krise aufgefasst wird und der Kurs der Aktien deshalb fällt (vgl. Igbal und Akhigbe 1997). Ein generell negati-

ver Zusammenhang zwischen Beschäftigung und Höhe der Aktienkurse ist jedoch empirisch nicht zu belegen. Ganz im Gegenteil: Positive Arbeitsmarktdaten werden von den Börsen der Welt nämlich im Allgemeinen ebenfalls positiv aufgenommen.

Unbegründet ist ebenso die undifferenzierte Kritik an Hedgefonds und Private-Equity-Anlagen. Tatsächlich erfüllen Hedgefonds und Private-Equity-Unternehmen aber wichtige Funktionen. Beide nehmen Risiken auf sich, die andere Marktteilnehmer nicht oder nicht mehr zu tragen bereit sind. Hierfür fordern sie höhere Renditen. Darüber hinaus geht die Tätigkeit der Private-Equity-Branche mit Beschäftigungsimpulsen einher. Diese finanzieren arbeitsplatzschaffende Investitionen, bei denen sich oftmals sonst kein anderer Kapitalgeber findet. Auch erhalten sie Arbeitsplätze, z.B. in Krisenunternehmen. Entsprechend haben Private-Equity-Investoren mittlerweile eine hohe volkswirtschaftliche Bedeutung. In Deutschland sind etwa 640 000 Arbeitnehmer in den Portfolio-Unternehmen der Private-Equity-Branche beschäftigt (vgl. PwC und BVK 2005). Europaweit gehen Schätzungen sogar von 4,8 bis 6,3 Mill. Mitarbeitern aus – bei deutlich stärkerem Beschäftigungswachstum als im Durchschnitt (vgl. Achleitner 2006).

Allgemein ist nicht zu erkennen, warum die Orientierung an den Interessen der Investoren schädliche Nebenwirkungen haben soll. Dennoch wird das Shareholder-Value-Konzept in der öffentlichen Debatte stark kritisiert. Dies mag auch daran liegen, dass das Stakeholder-Konzept als Gegenentwurf zur Shareholder-Value-Orientierung davon ausgeht, dass wirtschaftlicher Fortschritt nur im Konsens möglich sei. Oftmals ist allerdings genau das Gegenteil richtig. Zwar muss das Management natürlich auch die Interessen der anderen Stakeholder bei seinen Entscheidungen berücksichtigen. Das langfristige Ziel der Unternehmenswertsteigerung muss aber die höhere Priorität genießen. Konflikte sind dabei nicht immer vermeidbar. Im Interesse des Eigentums der Aktionäre müssen diese ausgetragen werden – z.B. wenn Arbeitnehmer entlassen werden müssen, ein Lieferant gewechselt werden muss oder bei einer Standortverlagerung, von der auch die breite Öffentlichkeit einer entsprechenden Region betroffen sein kann.

Es muss daher auch durchaus kritisch hinterfragt werden, warum Stakeholder innerhalb der Unternehmensverfassung direkte Mitspracherechte eingeräumt bekommen, obwohl sie kein Eigentümerisiko, es sei denn als Belegschaftsaktionäre, eingehen. Die Mitbestimmung der Arbeitnehmer im Aufsichtsrat großer Unternehmen, die tief in die innere Struktur einer Aktiengesellschaft eingreift, ist ein solcher Fall. Gewichtige Gründe sprechen dafür, die aktuelle Mitbestimmungsregelung einer kritischen Analyse zu unterziehen. Zu nennen sind u.a.: mögliche Interessenkonflikte von Vorstandsmitgliedern mit Blick auf ihre Wiederbestellung, die

Größe des Aufsichtsrats, ein latenter Druck zu unbefriedigenden Kompromisslösungen bei unpopulären Entscheidungen und insbesondere ein sich wandelndes europäisches Umfeld. Das deutsche Mitbestimmungsmodell muss deswegen nicht vollständig aufgegeben werden, selbst wenn die derzeitigen Regelungen keineswegs zum Exportschlag geworden sind. Die genannten Probleme sollten aber dazu führen, die seit 30 Jahren praktisch unveränderten Mitbestimmungsregeln nicht zum Tabuthema zu erklären und zu prüfen, ob sie den Anforderungen heutiger Corporate Governance noch entsprechen.

Aktienakzeptanz der Politik

Die *gesetzlichen Rahmenbedingungen* spielen aber auch unabhängig von der Mitbestimmung eine wichtige Rolle, wenn es um die Leistungsfähigkeit von Kapitalmärkten geht. Sie eröffnen den Marktteilnehmern Handlungsspielräume, begrenzen diese aber auch. Zugleich spiegeln sie wider, welches Image die Aktie bzw. der Kapitalmarkt bei den politischen Entscheidungsträgern genießt.

Deutschland und Europa haben auf dem Gebiet der Rahmenbedingungen in den letzten 15 Jahren Beachtliches geleistet. Durch erhöhte Transparenz- und Haftungsstandards sowie weit reichende Rechtsangleichungen hat der Gesetzgeber den Grundstein für einen wettbewerbsfähigen trans-europäischen Kapitalmarkt gelegt. Die Lücke zu den auf Investorenschutz und -informationen ausgerichteten angelsächsischen Kapitalmarktanforderungen, wie sie vielleicht noch Anfang der neunziger Jahre bestanden haben mag, ist mittlerweile geschlossen.

Allerdings gehen sowohl die deutschen als auch die europäischen Initiativen in den vergangenen Jahren mit einer Flut von neuen Gesetzen einher, deren Wirkungen auf die Kapitalmärkte differenziert betrachtet werden müssen. Die immer umfangreicheren Anforderungen sollen zwar die Interessen der Investoren schützen, führen aber letztlich dazu, dass organisierte Kapitalmärkte als Finanzierungsquelle nicht ausreichend in Anspruch genommen werden. Eine lebendige Aktienakzeptanz fördert eine solche Überregulierung kaum. Es nutzt auch den Investoren nichts, wenn der Anlegerschutz am Kapitalmarkt immer mehr verstärkt und die Nachfrageseite, die Emittenten, durch Überregulierungen von der Börse abgeschreckt wird. Dass fast 20% der notierten mittelständischen Unternehmen in einer Umfrage angeben, wegen der Regulierung über eine Aufgabe der Börsennotierung nachzudenken, ist ein ernstes Warnsignal (vgl. Börsen-Zeitung vom 15. September 2005).

Die Rahmenbedingungen am Kapitalmarkt müssen sich deshalb wieder stärker an Grundsätzen wie Wettbewerb, freiem Unternehmertum und Eigenverantwortung orientieren

und mehr auf marktliche Kapazitäten der Selbstregulierung setzen. Die Politik lässt aber oftmals die richtige Einstellung oder – schlimmer noch – das Verständnis dafür vermissen, was zum Funktionieren der Kapitalmärkte und der Finanzdienstleistungsbranche benötigt wird.

Ein Mentalitätswandel findet hier nur schleppend statt. Das Problem der Überregulierung scheint erkannt worden zu sein. Daher ist es sehr zu begrüßen, dass sowohl in Brüssel als auch in Berlin die Rahmenbedingungen für Emittenten zunehmend einem Kosten-Nutzen-Kalkül unterworfen werden sollen.

Auch die anlegerseitige Dimension der Aktienakzeptanz kann durch staatliches Handeln gestärkt werden. Wissen um die Grundprinzipien der Geldanlage ist überzogenen Bestimmungen des Anlegerschutzes auch aus gesellschaftspolitischer Sicht deutlich überlegen. Der Staat hat somit bei der Förderung der finanziellen Allgemeinbildung, etwa durch ein eigenständiges Fach »Ökonomie« in allen allgemein bildenden Schulen, eine sehr wichtige Aufgabe, die bedauerlicherweise zu wenig wahrgenommen wird. Darüber hinaus muss er widersinnige Anreize – z.B. für die Vermögensbildung – vermeiden. Nicht zuletzt im Hinblick auf die Steuerpolitik wäre dies einzel- und gesamtwirtschaftlich erforderlich.

Das Wachstums- und Beschäftigungspotential funktionsfähiger Aktienmärkte zu heben, bedarf insgesamt nachhaltiger Anstrengungen. Hier müssen die politischen Entscheidungsträger die notwendigen Anreize – sowohl für die Unternehmen als auch für die Anleger – mit Augenmaß setzen.

Literatur

- Achleitner, A.-K. et al. (2006), »Der Beitrag von Private Equity und Venture Capital zur Beschäftigung in Europa«, *Finanz Betrieb* (3), 140–145.
- Allen, F. und H. Oura (2004), »Sustained Economic Growth and the Financial System«, *Monetary and Economic Studies* (Special Edition), December, 95–119.
- Börsen-Zeitung* (2005), »Schlechter als Dosenpfand«, 15. September, 5.
- Iqbal, Z. und A. Akhigbe (1997), »Changes in Corporate Performance associated with layoffs«, *Journal of Financial and Strategic Decisions* 10(2), 17–26.
- PwC und BVK (2005), *Der Einfluss von Private-Equity-Gesellschaften auf die Portfoliounternehmen und die deutsche Wirtschaft*, Oktober, <http://www.bvk-ev.de/pdf/124.pdf>.
- Rappaport, A. (1999), *Shareholder Value. Ein Handbuch für Manager und Investoren*, 2. Auflage, Schäffer-Poeschel, Stuttgart.



Bernd Rudolph*

Private Equity und Hedgefonds als alternative Finanzierungsinstrumente?

Problemstellung

Private-Equity-Gesellschaften und Hedgefonds bieten insbesondere seit ihrer Benennung als »Heuschrecken« ein politisches Feld für Diskussionen. Ihr zum Teil ungewöhnliches Verhalten schlägt sich auch im akademischen Bereich nieder. So hat etwa Uwe Schneider in einem Beitrag in »Die Aktiengesellschaft« stark in Zweifel gezogen, dass die neuen Investoren beispielsweise dringend erforderliches zusätzliches Kapital einbringen würden, dass sie notwendige Umstrukturierungen bei verkrusteten Unternehmen veranlassen, dass der durch sie in Gang gesetzte Umbau von Unternehmen neue Werte schaffe oder dass die Unternehmen nach ihrer Umstrukturierung und Rekapitalisierung besser aufgestellt seien als zuvor. Schließlich zieht der Autor in Zweifel, ob diese neuen Investoren wirklich ihre Rechte und Pflichten als Eigentümer wahrnehmen, wenn sie Unternehmen zerschlagen.

Man kann die aufgeworfenen Fragen zur Funktion der »Heuschrecken« zumindest auf zweierlei Weise versuchen zu beantworten. Auf der einen Seite kann man sich in Fallbeispiele vertiefen, von denen einige in der Presse ausführlich behandelt wurden, und feststellen, dass hier tatsächlich etliches oder sogar vieles schief gelaufen ist und in manchen Fällen die neuen Investoren ganz gezielt gegen die Interessen der Belegschaft, gegen die Interessen der Lieferanten, der Kunden und der vormaligen Eigentümer der Gesellschaft gehandelt haben. Andererseits kann man auch die Frage stellen, welche Funktionen die neuen Investoren in unserem Wirtschaftssystem ausüben können. Und darauf aufbauend, man kann fragen, ob sie in ihrer

* Prof. Dr. Bernd Rudolph ist Leiter des Instituts für Kapitalmarktforschung und Finanzierung an der Universität München.

Funktion insgesamt erforderlich, nützlich und Wert schaffend sind oder sein können. Nur auf Basis der zweiten Perspektive lassen sich auch Gesichtspunkte finden, von denen ausgehend man ihr Verhalten beurteilen und auf ihre Ursachen hin überprüfen kann. Bei wesentlichen negativen Erscheinungen kann man auf dieser Basis auch Überlegungen anstellen, eine weitergehende Regulierung der neuen Investoren ins Auge zu fassen.

Kapitalmarkt- und bankorientierte Finanzsysteme im Vergleich

Funktionen und Verhalten der Private-Equity-Fonds und Hedgefonds als neue Investoren in Deutschland lassen sich nur verstehen, wenn man den Trend zur Kapitalmarkt-orientierung des Finanzsystems in Deutschland berücksichtigt, der sich in verschiedenen Charakteristika niederschlägt. Dass wir uns tatsächlich derzeit in einem Umbau des Finanzsystems befinden, wird aus vielfältigen Quellen deutlich. Das verstärkte Auftauchen der neuen Investoren stellt dabei nur einen einzelnen, wenn auch besonders markanten Baustein dar.

Finanzsysteme stehen in einem globalen Wettbewerb. Das bankorientierte deutsche Finanzsystem reagiert darauf mit einem Trend hin zu einer stärkeren Kapitalmarkt-orientierung, was grundsätzlich zu begrüßen ist. »Es ist eine marktgetriebene Entwicklung, und sie stärkt somit die Wettbewerbsfähigkeit des Systems. Mehr noch: Sie stärkt die gesamte Wettbewerbsorientierung der deutschen Volkswirtschaft. Und Wettbewerb ist das beste Training, um wettbewerbsfähiger zu werden« (Weber 2005).

Im Folgenden sollen einige wichtige Charakteristika der neuen Investoren vor dem Trend einer stärkeren Kapitalmarkt-orientierung in Deutschland beschrieben werden.

Weltweit lässt sich ein breites Spektrum von Finanzsystemen beobachten. Darunter fallen zwei markante Typen besonders ins Gewicht, nämlich das kapitalmarkt-orientierte und das mehr bankorientierte Finanzsystem. Geradezu als Prototypen kann man auf die Beispiele USA und Deutschland verweisen, wobei natürlich Finanzsysteme in der Realität keinesfalls lupenreine Archetypen darstellen können. In den USA mit einem mehr kapitalmarkt-orientierten Finanzsystem finden sich viele unabhängige, spezialisierte Finanzintermediäre. Die Kommunikation der Marktteilnehmer erfolgt »arm's length«, ist nicht langfristig angelegt, betont die Liquidität der Finanztitel und reagiert auf neue Informationen mit einem verstärkten Einstieg (Kauf) bzw. einem Exit aus dem Finanztitel. Das kapitalmarkt-orientierte System wird auch als Outsider orientiert beschrieben, weil die Investoren breit diversifiziert sind und zwischen den verschiedenen Marktteilnehmern nur eine ge-

ringe Informationsdifferenz besteht. Derartige Finanzmärkte sind durch eine hohe Transparenz, Kosteneffizienz und einen effizienten Markt für Unternehmenskontrolle gekennzeichnet.

Im Gegensatz dazu besteht in Deutschland immer noch ein Universalbanksystem. Die meisten spezialisierten Finanzintermediäre stehen zu diesen Universalbanken in einem Abhängigkeitsverhältnis, wie zum Beispiel die Vielzahl der Investmentgesellschaften. Die Beziehungen zwischen den Anlegern und den Kapitalnachfragern sind langfristig angelegt, man spricht von einem Beziehungsinteresse oder bei den Gläubigern von einem Relationship Lending, für das als herausstechendes Merkmal der Typus der Hausbank steht. Die Marktteilnehmer sind weniger an einer kurzfristig realisierbaren Rendite interessiert als an einer längerfristigen Bindung. Überkreuzbeteiligungen der Aktiengesellschaften stellen ein besonders markantes und auch heute noch aktuelles Element der so genannten »Deutschland AG« dar, die sich damit gegenüber dem Markt für Unternehmenskontrolle abschottet. Dementsprechend spricht man auch von einem Insider-system, in dem die wenig diversifizierten privaten und institutionellen Großanleger Informationsvorsprünge vor dem Markt, den Outsidern, aufweisen. Auch die Kreditinstitute verfügen über ihre Rolle als Hausbank über solche Informationsvorsprünge.

Neue Märkte auf dem Weg zu einem kapitalmarkt-orientierten Finanzsystem

Es gibt einen instrumentellen Trend auf dem Weg zu einem kapitalmarkt-orientierten Finanzsystem, der durch das verstärkte Auftreten der Hedgefonds und der Private-Equity-Gesellschaften gekennzeichnet ist. Beide Typen von Finanzintermediären legen überwiegend Mittel wohlhabender Privatpersonen und Institutionen wie Pensionsfonds, Unterstützungskassen und Stiftungen an und beschreiten dabei einen gewissen Mittelweg zwischen den beiden herausgestellten Typen einer Kapitalmarkt-orientierung und einer Bankorientierung. Auf der einen Seite planen sie nämlich – kapitalmarkt-orientiert – ihren Beteiligungsausstieg schon beim Einstieg in das Investment, weil sie keineswegs auf unbeschränkte Zeit engagiert bleiben wollen, auf der anderen Seite versuchen sie – Relationship orientiert – durchaus, auf die Geschäftspolitik der Beteiligungen einzuwirken.

Aus der Investmentperspektive handelt es sich in beiden Fällen um so genannte alternative Anlagemöglichkeiten, die eine geringe Korrelation mit herkömmlichen Anlagen wie Aktien und Rentenwerte aufweisen, aber gegebenenfalls Liquiditätsprobleme mit sich bringen. Daraus ergibt sich, dass die neuen Investoren keine strategischen An-

lageinteressen verfolgen. Weltweit sind beide Typen von Finanzintermediären eher schwach reguliert. In Deutschland gibt es allerdings eine relativ eindeutige Regulierung der Hedgefonds durch die Aufnahme in das Investmentgesetz sowie Versuche, auch die Private-Equity-Gesellschaften zu einer stringenteren Politik anzuregen.

Der Markt für Hedgefonds

Im deutschen Investmentrecht handelt es sich bei den Hedgefonds um so genannte Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken, die den Grundsatz der Risikomischung beachten und gewissen Beschränkungen bei der Auswahl der Vermögensgegenstände unterliegen (§ 112 Investmentgesetz). Hedgefonds verfolgen eine Vielzahl von Anlagestrategien, die verschiedene typische Eigenschaften aufweisen. Insbesondere nehmen Hedgefonds zur Umsetzung ihrer Strategien auch Leerverkäufe und Kreditfinanzierungen vor. Im Markt wird auch betont, dass sie absolute Ertragsziele verfolgen, so dass ihre Assets möglichst wenig mit den typischen Marktindizes korrelieren. Die ältesten Hedgefonds der fünfziger Jahre verfolgten so genannte marktneutrale Strategien, bei denen jeweils die Hälfte der Mittel zum Kauf unterbewerteter Aktien beziehungsweise zum Leerverkauf als überbewertet eingestufte Dividendenwerte verwendet wurde, so dass die Long-Position durch die Short-Position gedeckt bzw. »gehedgt« war, was zu der irreführenden Bezeichnung Hedgefonds Anlass gab. Neben dieser »Market-Neutral«-Strategie verfolgen Hedgefonds insbesondere »Global-Macro«-Strategien zur Ausnutzung von Fehleinschätzungen weltwirtschaftlicher Entwicklungen, »Event-Driven«-Strategien zur Spekulation auf bestimmte kursrelevante Ereignisse in Unternehmen sowie »Tactical-Trading«-Strategien, mit denen vielfach modellgestützt auf bestimmte Preisbewegungen am Markt spekuliert wird. Die europäische Zentralbank hat eine Untersuchung dieses Marktes in ihrem Monatsbericht vom Januar 2006 wie folgt zusammengefasst: »Zwar werden Hedgefonds häufig mit negativen Marktereignissen in Verbindung gebracht, doch sollte eine ausgewogene Beurteilung auf die günstigen Effekte der Hedgefonds auf das Finanzsystem berücksichtigen, die sich beispielsweise aus deren Beitrag zum Preisfindungsprozess, zur Marktliquidität und -disziplin zur Risikostreuung und zur Integration der Finanzmärkte ergeben« (Europäische Zentralbank 2006, 85).

Wenn auch in der Diskussion gelegentlich (z.B. Deutsche Börse AG) auf eine ungerechtfertigte Machtstellung der Hedgefonds in der Corporate Governance hingewiesen wird, so scheinen in diesem Bereich doch eher Sorgen über die Stabilität des Finanzsystems und den Anlegerschutz zu überwiegen, so dass Überlegungen der Zentralbanken auch dahin gehen, für mehr Transparenz zu

sorgen und darauf zu achten, dass die Risikomanagementsysteme dieser Institutionen weit entwickelt und gut eingestellt sind, als ihr Verhalten in der Unternehmenskontrolle und Unternehmenssteuerung zu beobachten. Hier hat sich wohl seit dem ersten Schock des Einwirkens bei der Deutschen Börse eine bessere Kommunikation zwischen den Gesellschaften und den neuen Eigentümern durchgesetzt, in dessen Lernprozess im Durchschnitt eine vernünftige Vorgehensweise abgeleitet werden konnte.

Wenn die Deutsche Bundesbank vorschlägt, dass sich die Hedgefonds-Industrie einen Code of Conduct geben könnte und vielleicht auch die Rating-Agenturen über spezielle Berichte eine größere Transparenz herstellen könnten (Stärkung der Marktdisziplin), dann stehen dem die Bedenken des Marktes entgegen, dass die Fähigkeit der Hedgefonds, die Märkte mit Liquidität zu versorgen und Korrekturen in der Bewertung vorzunehmen, die die Informationseffizienz der Märkte verbessern können, gerade auf der Basis einer gewissen Intransparenz erfolgen, so dass eine Überregulierung schnell die positiven Eigenschaften dieser Märkte für den Kapitalmarkt in Frage stellen könnte.

Der Markt für Private Equity

Private-Equity-Gesellschaften sind Finanzintermediäre, die bei einer relativ überschaubaren Anzahl institutioneller und privater Anleger Mittel einsammeln, daraus einen geschlossenen Fonds bilden und die verfügbaren Mittel dann in eine nicht allzu große Anzahl nicht börsennotierter Unternehmen investieren. Dabei bemühen sich diese Gesellschaften, durch ein geeignetes Screening besonders ertragreiche Beteiligungen zu finden und durch die Streuung der Mittel auf Unternehmen unterschiedlicher Branchen und Unternehmensphasen (Seed, Start-up), das Anlagerisiko zu begrenzen. In den USA dient der Begriff Private Equity als Oberbegriff für alle zeitlich befristeten Eigenkapitalanlagen in nichtbörsennotierten Unternehmen, also in Venture Capital, in Buy-Outs, in Turnaround-Finanzierungen und in Distressed Firms. In Deutschland und in anderen europäischen Ländern findet man dagegen häufig eine Gleichsetzung der Begriffe Private Equity und Venture Capital, was unter anderem an dem lange Zeit unterentwickelten Anlagevolumen der VC-Gesellschaften in junge Wachstumsunternehmen liegt. Stattdessen investierten diese Gesellschaften in nicht mehr ganz junge Unternehmen, bezeichneten sich aber dennoch als VC-Gesellschaften.

Unabhängig davon dominiert zurzeit der Markt für Buy-Out-Fonds, wobei die Finanzierung in Form zeitlich befristeten Beteiligungskapitals bzw. eigenkapitalähnlicher Mit-

tel (Mezzanine-Kapital) erfolgt. Die Beteiligung wird auch als aktives Eigenkapital (Smart Money) bezeichnet, weil die Gesellschaften in verschiedener Hinsicht auf ihr Beteiligungsunternehmen einwirken (können). Das Einwirken kann in verschiedener Form erfolgen. So kann man sich Beratungsleistungen ebenso vorstellen wie eine Hilfestellung bei der Anbahnung von Geschäftsbeziehungen, aber auch das harte Eingreifen in die Geschäftspolitik, wenn die betriebswirtschaftlichen Erfordernisse durch die Geschäftsleitung der Beteiligungsunternehmen nicht verfolgt werden. Insgesamt kommt es dennoch vergleichsweise selten vor, dass sich Investoren gegen den Willen des Managements in die Geschäftspolitik des Unternehmens einmischen. In einer Untersuchung zur aktiven Rolle von VC-Gesellschaften in ihren Portfoliounternehmen zeigt sich beispielsweise, dass im Vergleich zur vom Management ungewollten Einflussnahme die Investoren durchschnittlich drei- bis viermal so häufig unterstützend in Geschäftsprozesse eingreifen und somit eher einen vom Management begrüßten Beitrag zur Steigerung des Unternehmenswertes leisten (vgl. Haagen 2006).

Hier wird nun häufig in der Diskussion vorgebracht, dass sich die Beteiligungsgesellschaften am Eigenkapital ihrer Zielunternehmung bedienen, zum Teil keine eigene Finanzierung auf die Beine stellen, sondern das Zielunternehmen ausrauben und über ihre räuberische Anlagepolitik eine sehr hohe Verzinsung ihres eingesetzten Kapitals erreichen können. Wenn man die Realität etwas näher betrachtet, so tritt allerdings zu Tage, dass in den letzten 20 Jahren, die ja noch als goldene Zeiten dieses Marktsegments gelten, die Anlagerenditen keineswegs übermäßig gesteigert werden konnten, wenn man Private-Equity-Investments mit in sein Portfolio aufgenommen hat. Allerdings haben Private-Equity-Investitionen regelmäßig zu einer deutlichen Senkung des Risikos der gesamten Vermögensanlage geführt, weil mit ihnen ein starker Diversifikationseffekt verbunden ist, weshalb sie als ausgesprochen nutzbringend eingestuft werden (vgl. Hepp 2006). Verwiesen werden kann auch auf eine Studie (vgl. Andres, Betzer und Hofmann 2006) über Kursgewinne bei Leveraged-Going-Private-Transaktionen am europäischen Kapitalmarkt, in der 115 erfolgreich abgeschlossene LBO-Transaktionen von 1997 bis 2005 untersucht werden und herausgefiltert wurde, was die eigentlichen Werttreiber von LBO-Transaktionen darstellen. Dabei stellen die Autoren fest, dass in der Tat ein hoher Free Cashflow der Zielunternehmen und eine höherer Streubesitz zu stärkeren Kursreaktionen führen und ein ähnliches Phänomen zu verzeichnen ist, wenn wegen einer niedrigen Price Earnings Ratio die Aktie über eine geringe Liquidität verfügt. Insbesondere finden die Autoren in ihrer Kursreaktionsstudie keinen signifikanten Zusammenhang zur Produktivität der Arbeitnehmer aus deren niedriger Kennzahl vielleicht auch eine größere Wahrscheinlichkeit für Entlassungen geschlossen werden kann.

Fazit

Private-Equity-Gesellschaften übernehmen ebenso wie Hedgefonds wichtige Funktionen in einem Finanzsystem, die von anderen Finanzintermediären nicht in dieser Form und nicht mit dieser Effizienz erfüllt werden können. Überall dort, wo an realen Märkten Funktionen erfüllt werden, kann es zu Funktionsstörungen sowie Fehlentscheidungen kommen und gegebenenfalls auch zu unschönen Begleiterscheinungen. Wenn diese Nebeneffekte nicht zu einem Marktversagen führen, so sollte der Industrie eine gewisse Einstiegszeit ermöglicht werden, bevor weitergehende Regulierungen vorgenommen und gegebenenfalls diese Geschäfte wieder in eine Grauzone bzw. ins Ausland hinausgedrückt werden. Wenn man von einigen zum Teil beklagenswerten Einzelfällen absieht, dann lässt sich in der Umwälzung des Finanzsystems klar ausmachen, dass mit diesen neuen Investmentvehikeln der Kapitalmarkt vervollkommenet und vervollständigt werden kann.

Viele andere Probleme des Finanzsystems sind damit nicht gelöst, wie beispielsweise die mangelnde Beteiligung an den Hauptversammlungen der Publikumsgesellschaften oder die immer noch nicht sehr wettbewerbsintensiven Prozesse zur Besetzung von Aufsichtsratsmandaten der Aktiengesellschaften. Solche Probleme können in der Tat den neuen Investoren ein attraktives Betätigungsfeld bieten, weil sie zu lukrativen Wertzuwächsen genutzt werden können. Das ist dann gelegentlich auch mit schmerzhaften Prozessen auf anderen Gebieten verbunden. Dafür darf man dann aber nicht allein die neuen Investoren verantwortlich machen, sondern muss sehen, dass deren Chance darin besteht, Unvollkommenheiten gegebener Märkte auszunutzen. Hätten wir die nicht, hätten auch die neuen Investoren keine Chance.

Literatur

- Achleitner, A.-K., N. Ehrhart und V. Zimmermann (2006), *Beteiligungsfinanzierung nach der Marktkonsolidierung*, Ifo Bankengruppe, April.
- Andres, Chr., A. Betzer und M. Hoffmann (2006), »Leveraged-Going-Private-Transaktionen«, in: M. Busack und D.G. Kaiser (Hrsg.), *Handbuch Alternative Investments*, Bd. 2, Gabler, Wiesbaden, 67–87.
- European Commission, Internal Markets and Services DG (2006), *Report of the Alternative Investment Expert Group: Developing European Private Equity*, July, Brüssel.
- Haagen, F. (2006), »The Role of Smart Money – What Drives Venture Capital Support and Interference in Biotechnology Ventures«, Working Paper, Ludwig-Maximilians-Universität München.
- Hepp, St. (2006), »Private Equity Märkte«, in: M. Busack und D.G. Kaiser (Hrsg.), *Handbuch Alternative Investments*, Bd. 2, Gabler, Wiesbaden, 19–41.
- International Monetary Fund (Hrsg.), »How do Financial Systems Affect Economic Cycles?«, *World Economic Outlook*, September, 1–34.
- Rudolph, B. gem. mit P. Jostarndt und M. Thierauf (2006), »Unternehmenskontrolle und Management-Disziplinierung in Deutschland«, in: B.W. Wirtz (Hrsg.), *Handbuch M & A Management*, Gabler, Wiesbaden, 203–227.
- Rudolph, B. gem. mit F. Haagen (2006), »Die Auswirkung institutioneller Rahmenbedingungen auf die Venture-Capital-Finanzierung in Deutschland«, in: W. Kürsten und B. Nietert (Hrsg.), *Kapitalmarkt, Unternehmensfinanzierung und rationale Entscheidungen*, Springer, Berlin, 329–351.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2005), *Jahresgutachten 2005/2006 »Die Chance nutzen – Reformen mutig voranbringen«*, 9. November 2005, Wiesbaden.

Schneider, U.H. (2006), »Alternative Geldgeber oder Eigenkapitalräuber? – Die sieben Halbwahrheiten über die neuen Investoren«, *Die Aktiengesellschaft*, 577–580.

Tykvová, T. (2005), »Licht- und Schattenseiten des Private Equity-Geschäfts in Deutschland«, *Finanz-Betrieb* (7), 465–471.

Vieweg, H.-G. (2003), *Finanzmärkte, Corporate Governance, IuK-Technologien: Treibende Faktoren für den Wandel in der Industrie*, ifo Beiträge zur Wirtschaftsforschung Nr. 11, ifo Institut für Wirtschaftsforschung, München.



Peter Aiello*

Dieter Wermuth*

Hedgefonds beißen nicht

Das Folgende ist der Versuch, einige Informationsdefizite zu beheben. Private Equity Funds, mit denen Hedgefonds oft in einen Topf geworfen werden, haben in letzter Zeit viel negative Publicity bekommen, weil sie nicht selten rabiati in die Geschicke von Unternehmen eingreifen, immer ausschließlich im Bestreben, mit dem finanziellen Engagement in einem überschaubaren Zeitraum so viel Geld wie nur möglich zu verdienen. Es gibt Hedgefonds, die ebenfalls in diese Kategorie gehören – das sind die »activist funds« –, aber im Allgemeinen wahren sie sehr wohl den Abstand zu den Firmen, an denen sie sich beteiligen. Zudem sind längst nicht alle Fonds im Unternehmensbereich tätig: Aktien und andere Arten von Beteiligungen sind nur ein Betätigungsfeld. Renten, Geldmarktinstrumente, Devisen, derivative Produkte oder Rohstoffe sind, insgesamt gesehen, bei Hedgefonds-Managern und ihren Kunden, den Anlegern, genauso populär.

Hedgefonds sind kein Hexenwerk. Sie verwalten das Geld vermögender Privatpersonen und zunehmend auch das Geld von institutionellen Anlegern wie Versicherungen oder Pensionskassen, mit dem Ziel, einen hohen Ertrag zu erzielen, und zwar nicht nur in freundlichen, sondern auch in fallenden Märkten. Daher kommt der Begriff »hedge«, also Hecke oder Schutz – das Vermögen soll geschützt, sein Wert auch in schlechten Zeiten bewahrt werden. Das war ursprünglich noch wichtiger als das Ziel, anständig Geld zu verdienen. Viele Hedgefonds gehen aber vergleichsweise große Risiken ein und verlieren stattdessen nicht selten ebenso anständig das Geld ihrer Kunden, so dass der Terminus »Hedge« für diese nur selten passt.

Die Attraktivität dieser Fonds ist in dem Maße gestiegen, wie die Renditen der angeblich konservativen Anlageformen –

* Peter Aiello ist Analyst und Dr. Dieter Wermuth ist Partner und volkswirtschaftlicher Berater bei der Wermuth Asset Management GmbH.

Renten, Immobilien – real gesunken sind. Im Economist gab es kürzlich eine Graphik, auf der zu sehen war, dass die inflationsbereinigten langfristigen Renditen von Staatsanleihen der G7-Länder von 1995 bis heute im Durchschnitt von etwa 4 auf 1% zurückgegangen sind, also um nicht weniger als 75%. Die realen Geldmarktsätze sind in dieser Zeit von 3 auf 1% gefallen. Vor allem Versicherungen, die ihren Kunden eine attraktive Rendite versprochen hatten, sind in den letzten Jahren geradezu verzweifelt auf der Suche nach alternativen Anlageformen. Sie nehmen dabei ein höheres Risiko notgedrungen in Kauf. Technisch gesprochen, sind sie bereit, sich im Risiko-/Ertragsquadranten in Richtung Nordosten zu bewegen.

Sie versuchen in der Regel allerdings, das Risiko durch Streuung, also durch Anlage in verschiedenen Hedgefonds, abzumildern. Das geht natürlich nur, wenn diese Fonds nicht oder, besser noch, wenn sie negativ miteinander korreliert sind. Oft investieren die so genannten Institutionen nicht mehr als 5% ihrer Gesamtanlagen in Hedgefonds, was aber angesichts des gewaltigen Volumens, das sie verwalten, immer noch sehr viel ist.

Im Augenblick dürfte der so genannte Net Asset Value (NAV) aller Hedgefonds bei etwa 1 400 Mrd. US-Dollar liegen, was wiederum rund 1 1/2% des Finanzvermögens der Welt entspricht. Das ist viel, aber relativ gesehen so viel auch wieder nicht. Darüber, wie viele Hedgefonds es denn gibt, liegen keine genauen Zahlen vor; nach den gängigen Schätzungen sind es 9 000, so dass das verwaltete Vermögen im arithmetischen Mittel etwa 150 Mill. US-Dollar beträgt. Das sagt nicht sehr viel, weil es enorme Größenunterschiede gibt – manche Experten schätzen, dass sich der Median in der Nähe von 10 Mill. befindet, dass also die Hälfte der Verwalter »nur« über weniger als 10 Mill. US-Dollar verfügt. Etwa 1 000 Hedgefonds müssen jährlich aufgeben. Für die Anleger bleibt dann oft nicht viel übrig.

Wer damit liebäugelt, selbst einmal in Hedgefonds zu investieren, sollte die Konditionen kennen. Das Mindestinvestment liegt meist bei 250 000 US-Dollar. Jährlich fällt eine Verwaltungsgebühr von 2% auf den Marktwert an. Das Entscheidende ist allerdings die Erfolgsbeteiligung in Höhe von 20%, die der Manager auf die Differenz zwischen dem NAV zu Beginn und zu Ende des Jahres bekommt. Damit wird das Geld verdient. Die Anleger können gut damit leben, weil ihnen ja immer noch 80% des Ertrags verbleiben. Sie zahlen für die Expertise, insbesondere die Fähigkeit, Risiken richtig einzuschätzen und Marktlücken zu erkennen. Das können Finanzboutiquen oft besser als die Großen der Finanzbranche. Letztere unterliegen strengen aufsichtsrechtlichen Regeln und internen Anlagerichtlinien, die nicht viel Spielraum lassen für das Eingehen von Risiken. Daher wird das riskantere und potentiell lukrativere Anlagegeschäft ausgelagert, wobei darauf geachtet wird, dass sich die Interes-

sen der Manager und der Geldgeber decken. Mit der Formel für die Gewinnaufteilung wird das erreicht. Zudem werden Verluste mit künftigen Gewinnen verrechnet.

Wie man sofort sieht, ist das Anreizsystem insofern problematisch, als der Manager viel gewinnen, aber nur seinen eigenen, anfangs oft kleinen Einsatz verlieren kann, wenn er sehr große Risiken eingeht. Den erfahrenen Anlegern ist das bewusst, weswegen sie die Manager, denen sie ihr Geld anzuvertrauen planen, sehr genau unter die Lupe nehmen. Sie prüfen ihren Lebenslauf und ihre Familienverhältnisse, sie bitten um Referenzen von vertrauenswürdigen Leuten, manchmal setzen sie sogar Detektive ein, sie sehen sich die Büros und die Systeme sehr genau an und möchten wissen, woher das Startkapital kam, wer die Mitarbeiter sind und wie viel vom eigenen Vermögen der Manager in den Hedgefonds investiert hat – es sollte ein möglichst hoher Prozentsatz sein. Natürlich muss der so genannte Track Record stimmen, das heißt der Manager muss nachweisen, welche Erträge er in der Vergangenheit und in den unterschiedlichsten Marktsituationen bereits verdient hat, und er muss die oft sehr erfahrenen Geldgeber von seiner Strategie überzeugen. Die Startphase ist der schwierigste Teil für jeden Hedgefonds-Manager, weil er sowohl risikofreudig, vorsichtig, gelassen und vertrauenswürdig wirken muss.

Die meisten Hedgefonds sind Firmen mit 5 bis 30 Mitarbeitern mit Sitz in New York, London, San Franzisko, Hongkong, Zürich, Genf, aber auch an kleineren Orten wie Newport Beach bei Los Angeles, Greenwich in Connecticut oder in Steuerparadiesen. Oft sind die Gründer ehemalige Angestellte von Investmentbanken, die ihre großzügigen Jahresboni als Startkapital einsetzen. Sie setzen darauf, dass sie mit ihren Hedgefonds noch mehr Geld verdienen werden als zuvor.

Mit welchen Erträgen können die Anleger rechnen? Eine eindeutige Antwort ist nicht möglich, weil sie ja zwischen riskanten und weniger riskanten Strategien wählen können. Je geringer das Risiko, desto geringer im Allgemeinen der Gewinn. In den USA wurde zwischen 1990 und 2005 mit Hedgefonds im Jahresdurchschnitt 16% verdient. Die Vergleichszahl für normale Investmentfonds betrug 10%. Das ist eine Relation, wie man sie erwartet hätte.

Das meiste Geld, das in Hedgefonds angelegt ist, stammt immer noch aus den USA, nämlich 62%; auf Europa entfallen 26%, auf den Rest der Welt 12%. Die Wachstumsmärkte sind neuerdings vor allem Europa und Asien.

Gleichzeitig kommt es zu einem immer größeren Anteil der institutionellen Anleger, also von Versicherungen, Pensionskassen, Universitäten und Stiftungen, auf die inzwischen 26% der erwähnten 1 400 Mrd. US-Dollar entfallen. Stark

im Kommen sind auch die Funds of Funds (30%), also Fonds, die ihrerseits in Hedgefonds investieren. Über sie – und das Vertriebsnetz der assoziierten Banken und Versicherungen – können sich auch weniger begüterte Personen an Hedgefonds beteiligen. Wegen der zusätzlich zu zahlenden Gebühren ist das aber oft keine besonders gute Anlageform. Die wichtigste Investorengruppe sind immer noch begüterte Privatpersonen, die niemanden zu fragen brauchen, wie sie ihr Geld anlegen (44%).

Eine umfassende Übersicht über die verschiedenen Kategorien von Hedgefonds-Strategien zu geben, ist hier aus Platzgründen nicht möglich. Eine Abgrenzung ist zudem nur theoretisch leicht, in der Praxis sind die Grenzen oft fließend. Da ja unabhängig von der Marktsituation Geld verdient werden soll, müssen die Manager die Freiheit haben, ihre Strategie bei Bedarf zu ändern.

Drei Aspekte sind in diesem Zusammenhang wichtig: 1. Sie versuchen, rasch auf Ereignisse wie Fusionen, Übernahmen oder Konkurse zu reagieren. 2. Sie tätigen gelegentlich in großem Stil so genannte Leerverkäufe, sie verkaufen also etwas, das sie nur geliehen haben, von dem sie aber glauben, dass der Kurs einbrechen wird; wenn es so kommt, können sie die Aktien, Bonds oder Futures Kontrakte zu einem niedrigeren Preis zurückkaufen und dem Verleiher zurückerstatten – sie profitieren also von fallenden Kursen. 3. Bei den konservativeren Strategien, etwa beim Ausnutzen kleiner Kursdifferenzen, springt in der Regel nicht viel heraus, weshalb die Manager oft das Vielfache dessen an Krediten aufnehmen, was ihnen die Anleger ursprünglich anvertraut haben (leverage). Die Banken betrachten das als ein neues Wachstumsfeld. Das Problem ist nur, dass die »konservativen« Strategien gelegentlich so konservativ nicht sind, dass etwas Entscheidendes übersehen wurde, was dann die Verluste über den großen Fremdkapitalanteil stark in die Höhe treiben und dann auch die Banken gefährden kann.

Am populärsten sind vermutlich die globalen Makrostrategien, bei denen versucht wird, extreme Kursbewegungen von Aktien, Bonds, Zinsen, Wechselkursen oder Rohstoffen zu identifizieren oder vorherzusagen. Am Anfang steht immer eine möglichst intelligente makroökonomische Analyse. Wenn sie stimmt, können die Manager durch Kreditaufnahme oder aggressive Leerverkäufe gute Erträge erzielen – oder ebensoviele verlieren, wenn die Analyse falsch war. Fast immer schwankt die so genannte Performance recht stark, im Durchschnitt liegt sie aber im zweistelligen Bereich.

Bei Arbitragegeschäften sucht der Manager Paare fundamental falsch bewerteter Aktiva und setzt dann auf die Normalisierung der Kursrelationen. Auch kleine Differenzen können ertragreich genutzt werden, vor allem wenn mit so ge-

nannten Hebeln gearbeitet wird. Das erhöht allerdings, wie bereits erwähnt, das Risiko. Bei der Merger Arbitrage werden Kursbewegungen im Zusammenhang mit Fusionen oder anderen außergewöhnlichen unternehmerischen Veränderungen genutzt: Man kauft (geht »long«) in Aktien der zu übernehmenden Firma und verkauft leer (geht »short«) den Übernehmer. Das Geschäft wird möglichst glattgestellt, noch ehe die Fusion unter Dach und Fach ist. Wenn sie zu scheitern droht, wird umgehend eine Gegenposition eingenommen. Bei der Convertible Arbitrage werden inkonsistente Bewertungen von verschiedenen Wertpapieren einer Firma genutzt, wenn zum Beispiel damit gerechnet werden kann, dass Vorzugsaktien in Stammaktien umgetauscht werden, oder wenn der Kurs der Aktie über dem Ausübungskurs der Wandelanleihe liegt. Bei der Bond Arbitrage setzt man mit Hilfe von mathematischen Modellen auf eine Einengung der Zinsdifferenz ähnlicher oder benachbarter Anleihen, unabhängig vom allgemeinen Zinstrend.

Risikant und lohnend zugleich sind »long/short«-Aktienstrategien. Man analysiert zunächst, ob ein Aktienmarkt eher steigen oder fallen wird: Vermutet man, dass die Kurse steigen werden, geht man »long«, gern auch mit geliehenem Geld oder mit Kaufoptionen auf den Index: Dreht der Markt, verkauft man die Aktien und Optionen und geht darüber hinaus »short«. Anders geht der Manager bei marktneutralen Aktienstrategien vor: Er versucht, Geld zu verdienen, gleich ob der Markt steigt oder fällt – er kauft Aktien, die unterbewertet scheinen, und verkauft im selben Umfang solche, die er für überteuert oder mindestens für relativ teuer hält. Dadurch wird, in der Theorie jedenfalls, eine Korrelation der Erträge mit dem Aktientrend vermieden.

Am schwierigsten sind reine »short sales«, Strategien, bei denen man überbewertete Aktien leer verkauft und so auf den Verfall ihrer Kurse setzt. In fallenden Märkten sind sie besonders lohnend, im Allgemeinen aber wenig profitabel.

Die höchsten Erträge gab es in den vergangenen Jahren mit Anlagen in Schwellenländern, die sich in einem rapiden Aufholprozess befanden. Nur wenige Manager wagen sich in ein Umfeld, das im Allgemeinen durch große politische Risiken, Korruption und eine unberechenbare Wirtschaftspolitik gekennzeichnet ist. Russland ist das Standardbeispiel. Zudem gibt es oft Probleme mit der Liquidität, wenn man verkaufen möchte. Die Manager müssen in der Regel vor Ort sein, weil sie so am besten die Chancen und Risiken abschätzen können. Anleger müssen sich auch darüber im Klaren sein, dass die Ertragschancen sinken, wenn sich der Markt einmal »normalisiert« hat. Das ist aber meist noch lange hin.

Zum Schluss noch ein kurzer Überblick über die Pros und Kontras von Hedgefonds. Auf der Plusseite sind vor allem

die hohen Erträge zu buchen, die geringe Regulierung und damit die vergleichsweise geringen Verwaltungskosten, der starke finanzielle Anreiz für die Manager, gute Erträge zu erzielen, sowie die niedrigen Markteintrittskosten für neue Firmen, die den Banken starke Konkurrenz machen. Die Fonds tragen zur Diversifizierung der Anlagen bei und stabilisieren so den Gesamtertrag von Portefeuilles. Sie lenken zudem Kapital in riskante Anlagen und Länder, vor denen Banken oft zurückschrecken. Insgesamt fördern sie so den Strukturwandel und das Produktivitätswachstum.

Die Minusseite ist recht lang: Die Risiken sind hoch, ebenso die Gebühren, die Erträge schwanken meist sehr stark und die Liquidität ist für die Anleger meist sehr begrenzt. Sie sind ihren Managern ausgeliefert. Das zeigt sich vor allem, wenn Fonds geschlossen werden müssen und unter dem Strich nicht mehr viel übrig ist. Oft wird auch argumentiert, dass die Manager nur ein Interesse am Ertrag für die Anleger und vor allem für sich selbst haben, nicht aber an den gesellschaftlichen Implikationen ihrer Anlagepolitik. Die Hedgefonds-Branche ist zudem sehr intransparent, so dass sich die Risiken für die Stabilität des Finanzsystems der Welt nur schwer abschätzen lassen, vor allem weil oft in erheblichem Maße mit Fremdkapital gearbeitet wird. Banken, die so genannten Prime Broker, reißen sich oft um Geschäfte mit Hedgefonds, oft ohne deren Risiken richtig einschätzen zu können. Hedgefonds sind meist viel kurzfristiger und damit pro-zyklischer orientiert, als zugegeben wird, weil die Anleger monatliche Ergebnisse sehen wollen und mit Entzug der Mittel drohen, wenn es einige Monate nacheinander zu Verlusten kommt.

In Wirklichkeit gelingen echte »Hedges«, also Erträge unabhängig vom Auf und Ab der Märkte, nur äußerst selten. Trotzdem ist die Branche ein nicht mehr wegzudenkendes Element im Spektrum der Anlageinstrumente, in der Kanalisierung von Ersparnissen in produktive und riskante Anlagen.



Alexandra Krieger*

Brauchen wir Private Equity und Hedgefonds?

»Viele gute Firmen, tolle Produkte, aber schlecht geführte Unternehmen«. Deshalb ist Deutschland für Steven Koltes, Leiter des deutschen Büros des britischen Private Equity Fonds CVC, (laut Börsenzeitung vom 20. September 2006, S. 14), ein »Traumland«. Viele Beschäftigte würden gern auf dieses Lob verzichten: Hohe Verschuldung, Ausplünderung von Unternehmen, Abbau von Arbeitsplätzen – so sehen sie die Bilanz von Private Equity.

Zusammen mit Hedgefonds werden Private-Equity-Fonds als »aktive Investoren« bezeichnet, da sie oft stark in die Geschäftspolitik der von ihnen erworbenen Unternehmen eingreifen. Hinsichtlich ihrer Geschäftsmodelle sind sie aber nur bedingt vergleichbar: Während Hedgefonds nach Arbitragegewinnen aus Kurs- und Preisvolatilitäten suchen, verdient Private Equity (PE) sein Geld mit der Restrukturierung von Unternehmen. Der folgende Beitrag beschränkt sich auf die letztgenannte Gruppe von Investoren und setzt sich kritisch mit ihrem Geschäftsmodell auseinander.

Das Geschäftsmodell von Finanzinvestoren

Private Equity ist Beteiligungskapital, das ein Unternehmen nicht über einen öffentlichen Kapitalmarkt (»public«), sondern außerhalb von Börsen (»private«) aufnimmt. Hierzu gründet ein so genannter Sponsor einen Investmentfonds, der Kapital von institutionellen Anlegern (Versicherungen, Pensionsfonds, vermögenden Privatpersonen) einsammelt. Unter anderem mit diesem Kapital erwirbt der Fonds später Unternehmensbeteiligungen (»Buy Out«).

* Frau Alexandra Krieger ist Leiterin des Referats Wirtschaft I bei der Hans-Böckler-Stiftung, Düsseldorf.

PE-Investoren sind reine Finanzkäufer: Im Unterschied zum klassischen Unternehmenserwerb geht der Fonds keine strategische Beteiligung ein, d.h. er integriert die erworbene Gesellschaft (»Zielgesellschaft«) nicht in den eigenen Unternehmensverbund. Das Geschäftsmodell lautet vielmehr »Buy (Kauf), fix (Restrukturierung), exit (Ausstieg)«: Bereits zum Zeitpunkt des Anteilserwerbs steht fest, dass der Fonds sein Engagement innerhalb von drei bis sieben Jahren wieder beenden wird, entweder durch einen Börsengang, den Verkauf an einen strategischen Investor (»Trade Sale«) oder an einen anderen Finanzinvestor (»Secondary Buy Out«).

PE-Fonds sind auch nicht primär an der Erzielung laufender Gewinne interessiert. Vielmehr versuchen sie, eine Wertsteigerung ihrer Anteile zu generieren, indem sie das erworbene Unternehmen restrukturieren (»fix«). Ein wichtiger Teil der Restrukturierung sind Maßnahmen zur Effizienzsteigerung. Dazu gehören im Wesentlichen Kostensenkungsprogramme, der Verkauf unrentabler Geschäftsfelder und die Erschließung neuer Ertragsquellen, z.B. durch »Fusion« mehrerer Beteiligungen (»Buy and Build-Strategien«).

Typischerweise umfasst die Restrukturierung auch die Besetzung der Unternehmensorgane mit eigenen Vertretern. Vor allem wird die Besetzung von Sitzen in den Aufsichtsgremien angestrebt. Angesichts geringer Hauptversammlungspräsenz gelingt das immer häufiger auch Minderheitsgesellschaftern. Zusätzlich wird das Management über eine Beteiligung am Kapital und Erfolg des erworbenen Unternehmens motiviert, die Restrukturierungsziele der Investoren auf der operativen Steuerungsebene umzusetzen.

Eine der wichtigsten Restrukturierungsmaßnahmen ist die Umfinanzierung der erworbenen Gesellschaft. Anders als der Begriff »Private Equity« suggeriert, finanziert der Fonds den Unternehmenserwerb nur zu einem geringen Teil mit eigenen Mitteln (Kapital seiner Anleger) und mehrheitlich mit Krediten. Denn mit zunehmender Verschuldung steigt auch seine Eigenkapitalrendite, sofern die Rendite des Gesamtkapitals (Eigen- und Fremdkapital) größer ist als der Fremdkapitalzins (Leverage-Effekt). Außerdem sinkt das absolute Verlustrisiko des Investors, je geringer sein Eigenkapitaleinsatz ist. Auf diese Technik, über die Erhöhung der Verschuldung die Rendite des Erwerbers steigern (»lever«, engl.: Hebel), geht die Bezeichnung »Leveraged Buy Outs« für solche Unternehmenskäufe zurück.

Vollzogen wird die Umfinanzierung meist im Rahmen mehrstufiger Erwerbermodelle. Eine vom Fonds neu gegründete Gesellschaft (»NewCo« = »New Company«) nimmt ein Darlehen auf. Mit dem Darlehen und geringen Eigenmitteln des Fonds finanziert die »NewCo« den Kauf der Anteile an der Zielgesellschaft. Anschließend wird die Zielgesellschaft

auf die NewCo verschmolzen, wobei sie als eigenständiges Unternehmen untergeht. Damit hat der Investor sein Ziel erreicht: Das Vermögen der untergegangenen Zielgesellschaft steht nun der NewCo als ihrer Rechtsnachfolgerin zur Verfügung. Die NewCo selbst hat in der Regel nur geringes Vermögen, bringt aber hohe Kaufpreisschulden in die Verschmelzung ein. Den gesamten Prozess bezeichnet man als »Merger Buy Out«, Verschmelzungsverkauf.

Für den Finanzinvestor sind Merger Buy Outs attraktiv, weil

1. Zinsen und Tilgung für die Kaufpreisschulden nun von der ehemaligen Zielgesellschaft (jetzt NewCo) getragen werden;
2. die NewCo ihre Schulden aus der Kaufpreisfinanzierung mit laufenden Erträgen des von ihr übernommenen operativen Geschäftes der übertragenden Zielgesellschaft verrechnen kann;
3. der Verschmelzungsvorgang die Kapitalerhaltungsgrundsätze (§§ 57, 71a AktG, § 30 GmbH) nicht verletzt, da die Übertragung der Kaufpreisschulden wegen des Unterganges der Zielgesellschaft keinen Eingriff in ihr gebundenes Vermögen darstellt;
4. das Vermögen der Zielgesellschaft von der NewCo zur Besicherung der Kaufpreisschulden verwendet und
5. rekaptalisiert werden kann.

Rekaptalisierungen (»Recaps«) sind Maßnahmen, mit denen der Investor sich Eigenkapital aus dem Unternehmensvermögen zurückzahlen lässt. Bei *Leveraged Recaps* wird das Unternehmen außerdem umfinanziert, d.h. Eigen- durch Fremdkapital ersetzt. Zum Teil »schafft« der Fonds das ausgeschüttete Eigenkapital durch Heben stiller Reserven erst, indem die NewCo die Buchwerte der im Zuge der Verschmelzung auf sie übertragenen Aktiva der Zielgesellschaft auf höhere Werte aufstockt.

Folgen für das Unternehmen und seine Stakeholder

Problematisch sind die von einer hohen Verschuldung ausgehenden Fehlanreize: Da die Investoren überproportional am Erfolg einer risikoreichen Strategie partizipieren, aufgrund ihres geringen Kapitaleinsatzes aber nur unterproportional für Verluste haften, werden sie (bzw. die in ihrem Auftrag handelnden Manager) eines hoch verschuldeten Unternehmens zu riskanten Strategien motiviert (»Gambling«). Dieses Verhalten wirkt faktisch wie Verträge zu Lasten Dritter, wie im Folgenden noch deutlich werden wird.

Die hohe Verschuldung kann die Existenz der NewCo durch Zahlungsunfähigkeit und Überschuldung zerstören. Zwar werden durch eine Insolvenz per se noch keine Werte vernichtet, sondern nur Eigentumsrechte neu verteilt. Das heißt,

die Gläubiger haben die Option, die Kontrolle zu übernehmen, wenn das Unternehmen seinen Kapitaldienst nicht mehr leistet (z.B. durch einen Debt to Equity Swap, Tausch von Forderungstiteln gegen Gesellschaftsanteile).

Tatsächlich erleiden Insolvenzbeteiligte aber oft erhebliche Verluste, dadurch dass das realisierbare Vermögen des Unternehmens in der Regel geringer ist als die offenen Forderungen. Hinzu kommt, dass sie sich – je nach Verhandlungsposition gegenüber dem Unternehmen bei Vertragsabschluss – gegen den nachträglichen Wertverlust ihrer Ansprüche durch Recaps nur begrenzt schützen können (Beispiel: Zulieferer).

Eigentlich kritisch sind Recaps, wenn der Investor dem Unternehmen Vermögen entzieht, bevor andere Stakeholder ihre Ansprüche sichern können (»Cash-in and Run«). Diese Gefahr ist aktuell besonders virulent, da immer mehr anlagebereites Kapital auf eine sinkende Zahl attraktiver Kaufobjekte trifft und die Kaufpreise steigen. Realisiert der Investor später, dass er, gemessen an dem wahren Wertsteigerungspotential des Unternehmens, einen zu hohen Kaufpreis bezahlt hat, wird er versucht sein, eigene Ansprüche doch noch zu sichern, sein Eigenkapital also abzuziehen.

An dieser Stelle wird häufig eingewandt, dass Investoren kein Interesse daran haben können, Unternehmen auszuplündern. Sie würden sich nur selbst schädigen, weil sich anschließend kein Käufer für die vermögenslosen Hinterlassenschaften fände.

Das gilt allerdings nicht für Fälle, in denen der Fonds durch Recaps zum Zeitpunkt des Exits seine Zielrendite bereits realisiert hat. Dann ist er auf den Veräußerungserlös nicht mehr angewiesen. Ende 2001 erwarben Permira, Goldman Sachs und Schroder Ventures die ehemalige Henkel-Chemie für 1,325 Mrd. €. Den Kaufpreis finanzierten sie mit 450 Mill. € eigenem Kapital und Bankkrediten in Höhe von 875 Mill. €, die sie später auf das Unternehmen, heute Cognis, übertrugen. Zweieinhalb Jahre nach dem Kauf wurden 320 Mil. € aus dem Vermögen von Cognis an die Anteilseigner ausgeschüttet; Anfang 2005 nahm Cognis nochmals 530 Mill. € Anleiheschulden auf, und auch diese Mittel flossen an die Investoren. Innerhalb von vier Jahren hatten die Investoren knapp das Doppelte ihres Eigenkapitaleinsatzes zurück gewonnen, ohne Gesellschaftsanteile zu verkaufen (Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 20. April 2005).

In der Praxis wird der Investor allerdings darauf achten, der Gesellschaft nur gerade soviel Vermögen zu entziehen, dass ihr noch ausreichende Mittel zur Erfüllung ihrer Verbindlichkeiten zur Verfügung stehen, um einen rechtswidrigen, existenzvernichtenden Eingriff in das Gesellschaftsvermögen zu vermeiden.

Neben der *Verwendung* des Cashflow spielt für die Frage, welchen Beitrag PE für die Unternehmen leistet, auch die Entstehung des rekapitalisierten Eigenkapitals eine Rolle. Quantifizieren lassen sich die von Arbeitnehmern (Personalabbau), Lieferanten (Preiszugeständnisse) und Fiskus (Steuerabzug von Finanzierungszinsen) geleisteten Restrukturierungsbeiträge. Schwer zu belegen ist dagegen der oft von PE behauptete strategische Beitrag zur Wertschöpfung. Zweifel dürfen erlaubt sein, wenn selbst der Managing Partner von KKR, Johannes Huth, Investoren auf einem Branchentreffen (8. Deutscher Eigenkapitaltag des BVK e.V., April 2006) daran erinnerte, über die Änderung der Finanzarchitektur hinausgehenden unternehmerischen Mehrwert zu leisten.

Ein im Vergleich zu anderen Gläubigern noch verschärftes Risiko tragen die Beschäftigten des Zielunternehmens. Wie die übrigen Gläubiger werden sie in diesem System nur als Partner mit kündbaren Verträgen angesehen. Geschützt sind dementsprechend nur entstandene Lohnansprüche, nicht jedoch die Arbeitsplätze selbst. In einem prekären Arbeitsmarkt kommt das für viele Arbeitnehmer ohne Aussicht auf Anschlussbeschäftigung einem wirtschaftlichen Totalverlust ihres Humanvermögens gleich.

Regulierungsansätze in der Diskussion

Beim Leveraged Recap werden Dividenden an Finanzinvestoren mit neuen Schulden finanziert. Das heißt der Investor kann zu Lasten anderer am Unternehmen beteiligter Stakeholder Restrukturierungsgewinne privatisieren und die Risiken des Erwerbs im Unternehmen konzentrieren.

Für die Beschäftigten ist das Missverhältnis zwischen Chancen und Risiken besonders groß: Arbeitnehmer erbringen über Personalkosteneinsparungen und Mehrarbeit wesentliche Beiträge zu den später an die Investoren ausgeschütteten Gewinnen. Aufgrund ihrer fixen Entlohnungsansprüche partizipieren sie aber nicht am Erfolg der Strategie, sondern tragen im Gegenteil noch ein erhöhtes Risiko durch Arbeitsplatzverlust.

Betroffene, Politik und Öffentlichkeit fordern auch deshalb, die PE-Branche zu regulieren. Die Vorschläge reichen von mehr Transparenz und Überwachung (BaFin, EZB) bis zu materiellen Beschränkungen, wie einer begrenzten Abzugsfähigkeit von Zinsaufwendungen und der Besteuerung von Veräußerungsgewinnen.

Viele Beschäftigte und ihre Interessenvertretungen haben inzwischen akzeptiert, dass sie den Unternehmensverkauf als solchen nicht verhindern können. Erfolgreiche Unternehmensfortführungen unter Mithilfe eines PE-Investors haben darüber hinaus auch ein Bewusstsein dafür geschaffen, dass

nicht entscheidend ist, ob das Unternehmen verkauft wird, sondern was der Investor anschließend mit dem Unternehmen tut.

Da die Beschäftigten aber regelmäßig am stärksten von einer Restrukturierung betroffen sind, ohne sie der Unternehmensumbau aber nicht vollzogen werden kann, ist es legitim, für sie hier stärkere Mitentscheidungsrechte zu fordern. Angesprochen sind vor allem die betriebliche und die Unternehmensmitbestimmung. Einflussmöglichkeiten brächte z.B. ein gesetzlicher Mindestkatalog zustimmungsbedürftiger Geschäfte, der in Abhängigkeit von der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage Rekapitalisierungen von der Zustimmung auch der Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat abhängig machte.

Fazit und Ausblick

Private Equity ist vor allem für den Mittelstand eine wichtige Ergänzung zum Bankkredit. Insbesondere wo die Fonds über finanzielle Beiträge hinaus *strategisches Kapital* (Finanzierungswissen, Branchen-Know-how, professionelle Controllinginstrumente) einbringen, leisten sie einen Beitrag zur Rettung von Arbeitsplätzen. Der Spielzeughersteller Märklin und der Sender ProSieben Sat 1 sind zwei Beispiele hierfür. 2002 fusionierte der schwedische Investor EQT das niedersächsische Familienunternehmen Dragoco und die Bayer-Tochter Haarmann & Reimer, beides Duft- und Geschmacksstoffhersteller, zu Symrise. Symrise zählt heute zu den Branchenführern.

Trotzdem sind übertriebene Hoffnungen insofern zu dämpfen, als PE nur Unternehmen mit Wertsteigerungspotential erhalten. Damit kommt es für die große Gruppe unterfinanzierter Klein- und Kleinstbetrieben nicht infrage.

Wichtigstes Ziel von Regulierung sollte es sein, die mit den Fehlanreizen einer hohen Verschuldung verbundenen Risiken für das Unternehmen zu begrenzen. Hierzu muss der Aufsichtsrat schon vorhandene Regulierungsmöglichkeiten nutzen. Konkret fällt ihm die schwierige Aufgabe zu, Leveraged Recap-Strategien auf ihre Vereinbarkeit mit dem Unternehmenswohl hin zu prüfen (Verletzung der Eigenkapitalerhaltungsvorschriften, Existenzvernichtungsverbot).

In die richtige Richtung geht auch das Bestreben der Bundesregierung, mit dem geplanten Umbau des UBGG zu einem Private-Equity-Gesetz »die positiven Wirkungen des Private-Equity-Marktes (...) für Start-up-Firmen und mittelständische Unternehmen zu verstärken« (Barbara Hendricks, Parlamentarische Staatssekretärin). Hier besteht die Chance, über den Erhalt bestehender Arbeitsplätze hinaus neue zu schaffen.

Unabhängig davon, für welche Form der Regulierung sich die Bundesregierung entscheiden wird: Sie ist ein Eingriff in das Eigentumsrecht der Investoren und wird daher oft schnell mit dem Argument abgewehrt, dass diese Deutschland dann meiden werden.

Dieser Eingriff wird aber abzuwägen sein gegen die ebenfalls im GG geschützte Sozialbindung des Eigentums. Und schließlich ist noch nicht ausgemacht, wie die Fonds tatsächlich reagieren werden. Denn angesichts einer weltweit begrenzten Anzahl attraktiver Unternehmen, von Recap zu Recap abnehmender Chancen auf Restrukturierungsgewinne und der Vorzüge des hiesigen Standortes – Rechtssicherheit, Infrastruktur, Qualifikation der Beschäftigten und geordnete Arbeitsbeziehungen – bleibt Deutschland ein »Traumland« für Investoren.



Christoph Lütge*

Raubtierkapitalismus oder Soziale Marktwirtschaft: Hilft uns die Wirtschaftsethik weiter?

Nach moralischem Handeln in der Wirtschaft wird in diesen Zeiten immer wieder gerufen. Es häufen sich Fälle, wie die der Deutschen Bank oder Siemens, in denen Großunternehmen erhebliche Gewinne melden und gleichzeitig ankündigen, Arbeitsplätze abzubauen. Regelmäßig ertönt dann der Ruf nach mehr Moral in der Wirtschaft; es wird beklagt, dass es den Unternehmen nur um Profit gehe. Von Heuschrecken wird gesprochen, die Gier der Manager wird allseits angeprangert, und es wird nach dem Staat gerufen, der den wildgewordenen Raubtierkapitalismus in seine Schranken verweisen soll.

Zahlen bestätigen dieses Bild: In Deutschland hat laut Umfragen des Bankenverbandes seit 2001 die Zustimmung zur Marktwirtschaft abgenommen.¹ Diese Haltung führt zur Blockade notwendiger Reformprozesse, da viele Menschen von der mangelnden ethischen Qualität des Marktes moralisch tief überzeugt sind.

Kann die Wirtschaftsethik hier weiterhelfen?

Eine ungeeignete Rechtfertigung der Sozialen Marktwirtschaft

Nicht geeignet zur Rechtfertigung der Marktwirtschaft ist folgendes Argument, das von Marktbefürwortern oft vorgebracht wird.

* PD Dr. Christoph Lütge ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Philosophie und Ökonomik an der Universität München.

¹ 76% Zustimmung im Herbst 2001, 59% im Herbst 2005. Quelle: Die Zukunft der Sozialen Marktwirtschaft. Umfrage im Auftrag des Bundesverbandes deutscher Banken, November 2005.

Erst die »Soziale« Marktwirtschaft ist ethisch unbedenklich.

Dieses Argument unterstellt implizit, dass die Marktwirtschaft *ohne Adjektiv* ethisch nicht gerechtfertigt ist und daher eines moralischen Korrektivs bedarf. Die Soziale Marktwirtschaft verwende danach soziale Sicherung und Umverteilung, um die Wunden zu heilen, die Markt und Wettbewerb schlagen. Sozialpolitik korrigiere den Markt. Man kann dieses Konzept auch auf die Formel bringen: *Sozialpolitik gegen den Markt*.

Diese Interpretation des Sozialen ist eine vormoderne. Sie geht von einer Gesellschaft aus, die Nullsummenspiele spielt und über kein nennenswertes Wirtschaftswachstum verfügt. Mit einer modernen, pluralistischen Wachstumsgesellschaft ist diese Sichtweise nicht vereinbar. Darüber hinaus führt diese Sichtweise letztlich zu der Forderung, Umverteilung immer mehr auszuweiten, um »soziale Gerechtigkeit« herzustellen. Wenn Umverteilung ethisch zu begrüßen ist, dann kann es für Umverteilung auch so gut wie keine rationale Grenze geben – außer jener der leeren Kassen.

Eine geeignetere Argumentationsstrategie soll im Folgenden aufgezeigt werden. Dazu sind zunächst einige grundsätzliche Überlegungen zur Ethik in der Marktwirtschaft erforderlich.

Ordnungsethik in der Marktwirtschaft

Die traditionelle abendländische Ethik hat ihren Ursprung in der vormodernen Gesellschaft. Vormoderne Gesellschaften lassen sich vor allem durch zwei Merkmale kennzeichnen: Zum einen lebten die Menschen in überschaubaren Kleingruppen, in denen jeder jeden kannte. Sanktionen konnte man sich unter diesen Bedingungen einer Face-to-face-Kontrolle nur schwer entziehen. Zum anderen verfügten vormoderne Gesellschaften über kein nennenswertes Wirtschaftswachstum. Sie spielten Nullsummenspiele, in denen der eine nur das gewinnen konnte, was der andere verlor. Auf diese Situation war eine *Ethik der Mäßigung* die funktional adäquate Antwort: Zinsverbot, Verurteilung von Raffgier und Kapitalbildung passten in die Vormoderne, um Konflikte zu reduzieren.

Die moderne Gesellschaft ist dagegen zum einen durch weitgehende Anonymisierung gekennzeichnet, durch tiefe Arbeitsteilung und zunehmende Mobilität. Hier können sich die Akteure einer Face-to-face-Kontrolle kostengünstig entziehen, so dass andere Sanktionssysteme notwendig werden. Zum anderen spielen moderne Gesellschaften Positivsummenspiele, sie verfügen über Marktwirtschaft und Wettbewerb und kennen damit Win-win-Situationen, in denen die Lage *aller* beteiligten Akteure verbessert werden kann.

Bereits Adam Smith zog den Schluss, dass sich traditionelle ethische Ideale in dieser neuen Situation nur verwirklichen lassen, wenn die ethische Theorie zwischen zwei Ebenen unterscheidet: *Handlungen und Handlungsbedingungen* (vgl. zu diesem Konzept als Einführung Homann und Lütge 2005). Ein Akteur, der auf der Ebene der Handlungen aus moralischen Gründen kostenträchtige Vorleistungen erbringt, kann von seiner weniger moralischen Konkurrenz ausgebeutet werden. Daher wird es notwendig, gleiche moralische Standards für alle Konkurrenten einzuführen, und dies ist nur auf der Ebene der *Handlungsbedingungen* möglich: Nur wenn Moral in die Regeln »eingebaut« wird, sind moralisch Handelnde vor Ausbeutung geschützt.

Wenn der Ordnungsrahmen der Regeln gesichert ist, kann darin auch individuelle Moral (wieder) praktiziert werden: Gerade unter Bedingungen der Globalisierung (vgl. zur Ethik der Globalisierung Homann, Koslowski und Lütge 2005) können nicht alle möglicherweise auftretenden Konflikte antizipiert und gesetzlich geregelt werden. Individuelle Moral, in Form etwa von Fairness und Vertrauen beim Abschluss von Verträgen, spielt hier nach wie vor eine große Rolle, da sie einem Unternehmen direkte Vorteile (etwa in Reputations- oder Sozialkapitaleffekte) verschaffen und somit als Wettbewerbsvorteil im Markt praktiziert werden kann. Sie muss allerdings vom Unternehmen richtig kommuniziert werden, und sie bedarf vor allem der nachhaltigen Stützung durch die Rahmenordnung, da sonst die entstehenden Effekte durch Regeln konterkariert werden und der ursprüngliche Prozess der Ausbeutung der moralischen Akteure wieder stattfindet (vgl. Homann und Lütge 2005, Kap. 2; Lütge 2005).

Man kann daher von einer doppelten Ethik in der modernen Marktwirtschaft sprechen, nämlich einer Handlungsethik sowie einer Bedingungs- oder *Ordnungsethik*. Die Ordnungsethik verlangt die Einrichtung von sanktionsbewehrten Regeln zur moralischen Entlastung der Akteure im Handlungsvollzug. Zu diesen Regeln gehören all jene Bestimmungen, die als Ordnungsvorgaben politisch gestaltet werden können: Verfassung, Eigentumsrechte, Vertrags- und Gesellschaftsrecht, die gesamte Wirtschaftsordnung bis hin zu den Grundzügen von Steuerrecht, Arbeits- und Tarifrecht, Umweltrecht. Die Handlungsethik verlangt dagegen von den Akteuren, nach Wegen zu suchen, wie moralische Ideale zu Wettbewerbsvorteilen werden können.

In beiden Fällen kann Moral nur *mit* der ökonomischen Logik implementiert, keinesfalls gegen sie. Eine Moral, die sich gegen die ökonomische Logik stellt, muss wirkungslos bleiben.

Eine Ethik der Mäßigung empfiehlt paradigmatisch, den Wettbewerb abzuschaffen, oder zumindest, ihn zu bändigen oder zu bremsen. Die Ordnungsethik dagegen geht

den umgekehrten Weg: Sie sieht, dass Wettbewerb im Rahmen geeigneter Regeln gerade Solidarität *erzeugt*, dass also der Wettbewerb keineswegs abgeschafft werden darf, sondern nur durch geeignete Regeln in die moralisch gewünschten Bahnen gelenkt werden muss. Solidarität – als grundlegendes Ideal abendländischer Moral – emergiert aus eigeninteressierten Handlungen der Akteure, sofern diese durch geeignete Regeln kanalisiert werden. Geeignet sind jene Regeln, die diejenigen belohnen, deren (eigeninteressierte) Handlungen auch anderen Vorteile zukommen lassen. Das Eigeninteresse wird in wechselseitig vorteilhafte Richtungen gelenkt. Daher geht es der Ordnungsethik nicht um Bändigung, sondern gerade um Entfesselung der Dynamik, die im Eigeninteresse liegt – unter der geeigneten Rahmenordnung.

Die Sozialpolitik wandelt sich im ordnungsethischen Konzept zu einer *Sozialpolitik für den Markt*. Sie soll den Markt noch besser zum Funktionieren bringen: Es geht nicht darum, Wunden des Wettbewerbs zu heilen, sondern die Menschen zu mehr Risikobereitschaft zu bewegen, ihnen die Teilnahme am Marktgeschehen (wieder) zu ermöglichen. Der Sozialstaat lässt sich als große Versicherung verstehen, und damit als Wettbewerbsvorteil – freilich nur, wenn bestehende Fehlanreize korrigiert und das System konsequent umgelenkt wird:

Sowohl aus ökonomischer wie auch aus ethischer Sicht dürfen nicht nur die kostentreibenden »Schadensfälle« (Arme, Kranke, Alte, Arbeitslose) betrachtet werden, sondern im Vordergrund müssen vor allem die Nicht-Schadensfälle stehen: Nur wenn es gelingt, letztere zu einem risikoreicheren Verhalten zu veranlassen, kann eine Kostenexplosion im Versicherungssystem vermieden bzw. eingedämmt werden. Die Nicht-Schadensfälle sollen dazu bewogen werden, mehr Risiken einzugehen und damit ihre Erträge entscheidend zu steigern, weil sie wissen, dass ihnen im Falle des Scheiterns nicht der völlige Ruin droht. Aus diesen Mehr-Erträgen können dann auch die Schadensfälle bezahlt werden. Im Ergebnis entsteht ein soziales Sicherungssystem, das nicht nur produktiver ist als das gegenwärtige, sondern das aufgrund besserer Sozialleistungen auch ethisch wünschenswerter sein kann.

Das heißt: Soziale Marktwirtschaft ist keine gebändigte Marktwirtschaft, kein Raubtier, dem man die Zähne gezogen hat, sondern eine bessere, Markt und Wettbewerb erst in Schwung bringende Marktwirtschaft. Wenn man die Soziale Marktwirtschaft als gezähmte Marktwirtschaft auffasst, gerät man immer wieder in die gleiche argumentative Falle, nämlich alte »moralische« Vorbehalte gegen die Marktwirtschaft zu bestätigen.

Die hier vertretene Auffassung von Sozialer Marktwirtschaft hat mehrere Vorteile:

Erstens werden die Unternehmen nicht mehr zu »Opfern« aus moralischen Gründen aufgefordert. Von einem Unternehmen können im Wettbewerb keine Opfer verlangt werden – wohl aber Investitionen im eigenen Interesse. Auf der politischen Ebene heißt dies, dass Sozialpolitik nicht Umverteilung bedeutet, sondern Tausch im wechselseitigen Interesse, von dem alle Seiten, »Reiche« wie »Arme« Vorteile haben.

Zweitens muss Sozialpolitik als Investition aufgefasst werden und nicht nur als Kostenbelastung. In der gegenwärtigen Diskussion wird hauptsächlich auf die Kostenseite fokussiert, mit dem Ergebnis, dass, um die Kosten zu senken, »Sozialabbau« als einzig gangbarer Weg erscheint. Stattdessen muss aber in erster Linie der *Return on Investment* betrachtet werden, wobei vor allem auch die erreichten Verhaltensänderungen bei den Nicht-Schadensfällen zu berücksichtigen sind.

Auf diese Weise lässt sich – jenseits vom einfallslosesten aller Argumente, nämlich dem der leeren Kassen – der *Return on Investment* als Kriterium für *Grenzen sozialer Absicherung* angeben. Eine Investition mit zu geringer Aussicht auf Rendite, etwa aufgrund von Fehlanreizen, sollte nicht getätigt werden. Dieser Grundgedanke muss natürlich weiter spezifiziert und in quantitativer Hinsicht ausgebaut werden. Grundsätzlich aber sollte aus einer Menge von Investitionsmöglichkeiten jene getätigt werden, die die beste Rendite für alle Beteiligten erbringt. Die Rede vom »Umbau« des Sozialstaats enthält in mancher Hinsicht implizit solch eine Sicht, aber nur sehr undeutlich.

Betrachtet man die Problematik in diesem Zusammenhang, so drängt sich der Eindruck auf, dass der Begriff der *Sozialen Marktwirtschaft*, so erfolgreich er in den vergangenen Jahrzehnten gewesen sein mag, auf Dauer eher unglücklich gewählt ist: Er suggeriert, dass der Markt als solcher moralisch problematisch sei, zur Verelendung führe und daher aus ethischen Gründen korrigiert werden müsse. Wenn man den Begriff der Sozialen Marktwirtschaft, aus welchen Gründen auch immer, beibehalten will, so muss das »Soziale« neu erfunden werden – im Sinne der hier angestellten Überlegungen.

Eigeninteresse und Moral in der Tradition der Ethik

Aus ethischer Sicht bleibt eine Frage: Ist die hier vorgestellte Konzeption einer Ordnungsethik mit der Tradition abendländischer Ethik kompatibel? Wenn man sich aus der Perspektive der Ordnungsethik die ethische Tradition neuerlich anschaut, stellt man überrascht fest: Weder die Goldene Regel noch der kategorische Imperativ Kants, zwei der großen Prinzipien der abendländischen Ethik, verbieten das

individuelle Streben nach Vorteilen als solches. Für die meisten Prinzipien der Ethik angelsächsischer Herkunft gilt dies ohnehin. Und wenn man sich auf die Bibel berufen will: Das Liebesgebot heißt nicht »Du sollst deinen Nächsten mehr lieben als dich selbst«, sondern »Du sollst deinen Nächsten lieben wie dich selbst«. Alle diese Prinzipien lenken das individuelle Vorteilsstreben bloß in bestimmte Bahnen – um größerer Vorteile auf lange Sicht willen.

Das Grundproblem der Ethik kann nicht mehr, wie traditionell, an der Unterscheidung von Egoismus und Altruismus festgemacht werden. Es kann nicht darum gehen, dass man vom einzelnen Akteur – hier: insbesondere von den Unternehmen – verlangt, dass diese ihre eigenen Interessen zugunsten des Wohls anderer zurückstellen. Diese Auffassung ist unter den Bedingungen moderner Gesellschaften nicht mehr adäquat. Stattdessen kann nur gefordert werden, dass die Einzelnen ihren eigenen Vorteil so verfolgen, dass auch andere davon Vorteile haben. Zu unterscheiden ist zwischen einseitigem und wechselseitigem Vorteilsstreben. Grundlegend bleibt jedoch das eigeninteressierte Handeln, nicht der Altruismus.

Vor allem aber darf sich die Ethik nicht mehr als Ethik der Mäßigung verstehen. Eine Ethik, die in vormoderner Weise fordert, dass wir Wachstum beschränken und auf dem Erreichten stehen bleiben sollen, kann katastrophale Folgen haben. Und wir können es uns nicht mehr leisten, mit einer solchen überholten Ethik zu arbeiten. Eine moderne Ethik im Sinne der Ordnungsethik kann zwischen Moral und Eigeninteresse keinen Widerspruch ansetzen. Sie muss die Bedingungen moderner Gesellschaften berücksichtigen und von den Entwicklungen in der Ökonomik lernen. Nur so kann der in der Tradition bereits enthaltene Gedanke, Solidarität und Effizienz gleichzeitig zu verwirklichen, in die Zukunft getragen werden.

Literatur

Homann, K., P. Koslowski und Chr. Lütge (Hrsg., 2005), *Wirtschaftsethik der Globalisierung*, Mohr Siebeck, Tübingen.

Homann, K. und Chr. Lütge (2005), *Einführung in die Wirtschaftsethik*, 2. Aufl., LIT, Münster.

Lütge, Chr. (2005), »Economic Ethics, Business Ethics, and the Idea of Mutual Advantages«, *Business Ethics: A European Review* 14(2), 108–118.



Die Vorträge wurden bei der Tagung »Dem Raubtier auf die Zähne geföhlt: Turbokapitalismus versus Soziale Marktwirtschaft« der Akademie für Politische Bildung Tutzing vorgestellt.