

Internationale Finanzmärkte: Funktionen, Entwicklung, Akteure

Jörg Huffschild, Bremen

In: Jörg Huffschild/Margit Köppen/Wolfgang Rohde (Hg.), *Finanzinvestoren: Retter oder Raubriutter? Neue Herausforderungen durch die internationalen Kapitalmärkte*, Hamburg (VSA-Verlag) 2007, S.10-50

Der Titel des heutigen Workshops verheißt action und Spektakel: Freundliche und feindliche Übernahmen, Preis poker und platzende Blasen, Giftpillen und weiße Ritter, größenwahnsinnige Manager, unersättliche Heuschreckenschwärme und gierige Geierfonds. Ein großer Budenzauber der Finanzmärkte. Hinter seinem Getöse und Kauderwelsch drohen die massiven Verschiebungen in den wirtschaftlichen, sozialen und politischen Kräfteverhältnissen zu verschwinden, die mit dem Aufstieg der Finanzmärkte und der Finanzinvestoren als ihrer Hauptakteure verbunden sind. Das zuzulassen können wir uns nicht leisten. Denn die Finanzmärkte sind nicht etwas für Börsengurus und andere Experten, sondern sie gehen uns alle an. Deshalb sollten wir versuchen, uns Klarheit verschaffen und daraus Handlungsperspektiven gewinnen.

An diesem Vormittag geht es darum, Grundlagen für das Verständnis der Finanzmärkte zu legen. Dies soll in zwei Blöcken geschehen, die in einem dritten Abschnitt kurz zusammengefasst werden:

- Im ersten Block wird die Bühne aufgebaut und ausgeleuchtet. Dabei geht es um die Funktionen, Strukturen und Entwicklungen von modernen Finanzmärkten sowie um ihre Veränderungen und die wesentlichen Triebkräfte und Hintergründe für diese Veränderungen.
- Im zweiten Block geht es dann um die Hauptakteure auf dieser Bühne, die Finanzanleger, ihre verschiedenen Formen und Strategien, und die Probleme, die damit verbunden sind. (Die Folgen dieser Strategien und die politischen Schlussfolgerungen werden dann heute Nachmittag diskutiert.)

1. Von der Investitionsfinanzierung zum Finanzinvestment: Funktion und Entwicklung der Finanzmärkte

Dieser erste Block hat vier Abschnitte:

- Im ersten – kürzeren – stelle ich kurz die Grundfunktionen moderner Finanzmärkte und die Formen vor, in denen diese Grundfunktionen erfüllt werden können.
- Im zweiten gehe ich etwas ausführlicher auf drei wesentliche Entwicklungen und Veränderungen der Finanzmärkte ein, die sie zu dem machen, was sie heute sind.
- Im dritten möchte ich die Entwicklungen aus der Kombination von Krisentendenzen und Machtverhältnissen erklären.
- Abschließend dann zusammenfassende Darstellung des Hauptunterschiedes zwischen Industrie- und Finanzmarktkapitalismus.

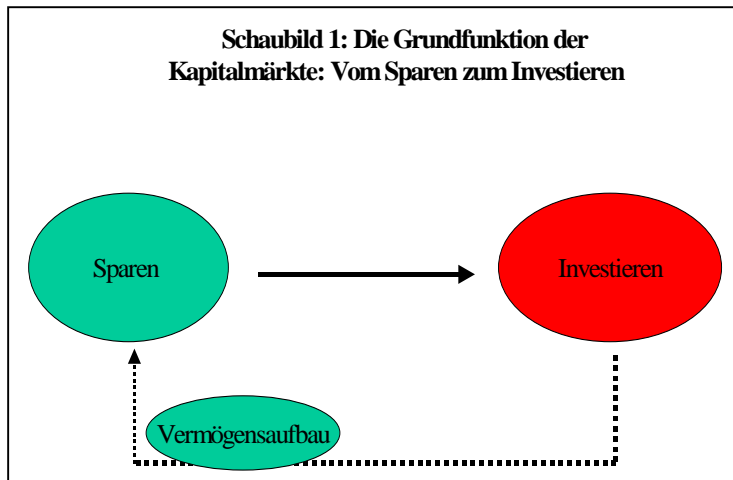
1.1. Funktionen und Formen von Finanzmärkten

Kapitalmärkte sind Einrichtungen, über die Geld von da, wo es ist, aber aktuell nicht gebraucht wird, dahin transportiert wird, wo es gebraucht wird, aber aktuell nicht vorhanden ist.

Die Vertreter der neoklassischen Theorie sagen: Über funktionierende Kapitalmärkte wird Kapital in die jeweils effizienteste Verwendung gelenkt. Gemeint ist: in die für den Eigentümer des Kapitals jeweils profitabelste. Dies soll hier nicht diskutiert werden.

In der Ökonomie identifiziert man die beiden Seiten mit einerseits dem *Sparen* (von Haushalten, Unternehmen, Regierungen) und andererseits dem Investieren, vor allem der Unternehmen. Also: der

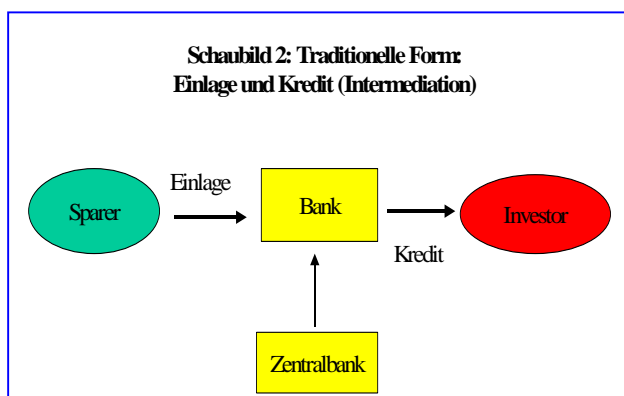
Kapitalmarkt transportiert das Geld von den SparerInnen zu den InvestorInnen, verwandelt Sparen in Investieren (vgl. Schaubild 1) und trägt zum Aufbau von finanziellem Vermögen der SparerInnen bei



Diese Funktion ist unverzichtbar für jede arbeitsteilig organisierte und mit Geld arbeitende Wirtschaft. Sie ist älter als der Kapitalismus, erhielt ihre enorme Dynamik aber mit seiner Entwicklung. Sie ermöglicht auf der einen Seite die Finanzierung von Investitionen und erhält und vermehrt auf der anderen Seite das Vermögen der SparerInnen.

Die *traditionelle Grundform* dieser Transportfunktion ist die des Bankgeschäftes. Die SparerInnen halten ihr nicht unmittelbar gebrauchtes Geld als Spar- oder sonstige Einlagen bei der Bank, wobei bestimmte Konditionen wie Zinsen, Verfügbarkeit, Fristen etc. vereinbart werden. Derartige Einlagen sind Kredite an Banken. Diese ihrerseits vergeben aus den Einlagen – sowie aus gegebenenfalls von der Zentralbank bereitgestelltem Geld – Kredite an diejenigen, die Geld brauchen, aber aktuell keines haben. Da sie damit rechnen können, dass immer nur ein Bruchteil ihrer Einlagen in bar abgerufen wird, können sie ein Vielfaches der Einlagen als Kredite vergeben, die dann als Buchgeld auf den Konten ihrer Kreditnehmer erscheinen. Die Zentralbank wacht über die Stabilität der Geld- und Kreditbeziehungen (Schaubild 2)

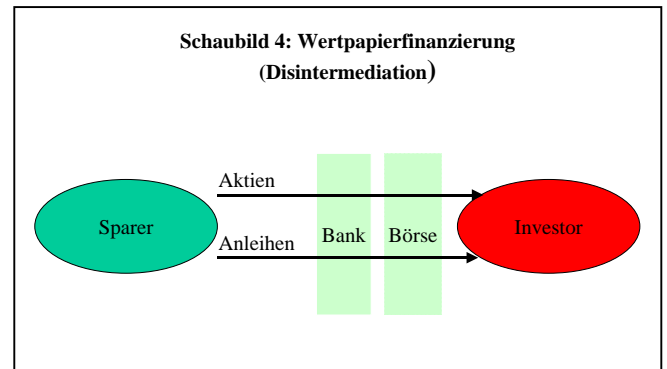
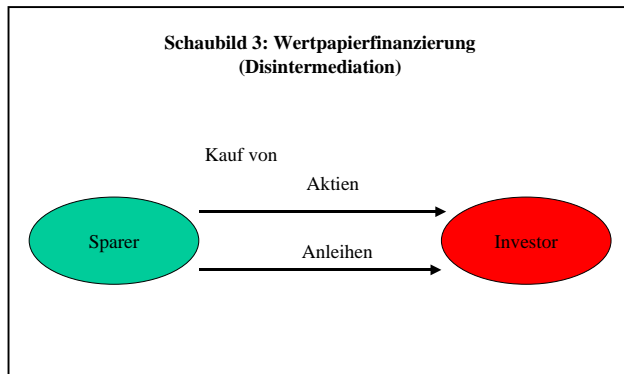
Diese traditionelle Grundfigur ist in Schema 2 abgebildet.



Die Vermittlung zwischen Sparen und Investieren durch die Banken wird auch Intermediation genannt, weil zwischen den Sparer und den Investor eine Zwischeninstanz tritt, die mit beiden Seiten Geschäfte abschließt, ohne dass die beiden Seiten direkt miteinander in Berührung kommen. Es handelt sich um zwei getrennte Kreditverträge.

Neben dieser traditionellen gibt es zwei weitere Formen der Verwandlung von Sparen in Investitionen, die in den letzten beiden Jahrzehnten stärker in den Vordergrund getreten sind.

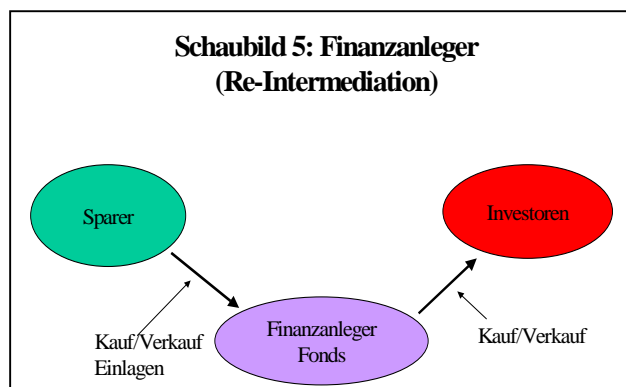
Die eine ist die direkte Finanzierung des Investitionen durch die SparerInnen ohne Dazwischentreten einer Bank (deshalb Desintermediation). Das ist dann der Fall, wenn beispielsweise Unternehmen, die Geld für Investitionen brauchen, zum Beispiel der Siemens-Konzern, Wertpapiere – Aktien oder Anleihen (Schuldscheine) – ausgeben und diejenigen, die Geld übrig haben, zum Beispiel der Haushalt x diese Wertpapiere kaufen. Im ersten Fall werden sie *Miteigentümer*, im zweiten Fall *direkte Gläubiger* der Investoren. (Vgl. Schaubild 3)



In der Regel ist es allerdings so, dass auch hierbei Vermittlungsinstanzen eine Rolle spielen, Banken und Börsen. Wenn ich eine von Siemens neu ausgegebene Aktie kaufen will, wende ich mich an meine Hausbank und diese kauft die Aktie an der Börse und verwahrt sie in einem Depot für mich. (Vgl. Schaubild 4)

Aber das sind Nebenfunktionen. In der Hauptsache sind Siemens und der Haushalt x direkt miteinander im Geschäft: letzterer finanziert Siemens, und Siemens macht ihn zum Miteigentümer oder Gläubiger, d.h. schuldet ihm Zinsen und Rückzahlung der Anleihe.

Die zweite und für unser engeres Thema im folgenden entscheidende neue Form des Kapitaltransportes besteht darin, dass diejenigen, die sparen, dies weder bei der Bank tun noch direkt Aktien oder Schuldscheine von Regierungen oder Unternehmen kaufen, sondern damit andere Unternehmen beauftragen, nämlich die sogenannten *Finanzinvestoren*. Das sind Unternehmen die Geld einsammeln – viele kleine Beträge, manchmal auch wenige große Beträge, darauf kommen wir im zweiten Block – und damit Wertpapiere kaufen. Im Unterschied zum ersten Muster handelt es sich hier nicht um zwei Kreditbeziehungen, sondern um zwei Wertpapierkäufe (mit dem Vorteil, dass man die auch wieder verkaufen kann). Dies ist eine neue Art der Vermittlung (daher Re-Intermediation). (Vgl. Schaubild 5)



Damit haben wir die Hauptformen auch schon abgehakt. Die Transportfunktion der Finanzmärkte wird entweder durch Einlage- und Kreditbeziehungen, oder durch direkte Wertpapierbeziehungen oder durch Finanzanleger organisiert.

1. 2. Entwicklung der Finanzmärkte

Nach dieser etwas schematischen Übersicht über die möglichen Formen, in denen die Kapitalmärkte ihre Transportfunktion erfüllen können, soll es jetzt um die Haupttendenzen gehen, die sich in den letzten 20 Jahren durchgesetzt haben und den Finanzmärkten die Rolle gegeben haben, die sie heute spielen. Dabei geht es um drei Entwicklungen, nämlich

- erstens die rasante Zunahme der auf den FM angelegten Mittel,
- zweitens die zunehmende Rolle der Finanzinvestoren (also der dritten Form)
- drittens um die Liberalisierung und darauf folgende Globalisierung der Finanzmärkte.

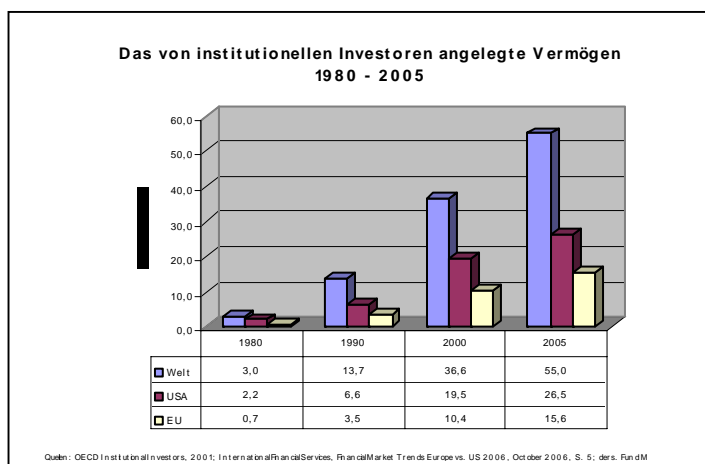
Ich fasse diese Haupttendenzen in den Slogan zusammen: *von der Investitionsfinanzierung zum Finanzinvestment*. Was ist damit gemeint?.

a. Wachstum der Finanzmärkte

Die *erste* wichtige Tatsache besteht darin, dass seit den 1970er Jahren sowohl der Umfang der auf den Finanzmärkten angelegten Mittel als auch der Handel mit diesen Mitteln sehr stark zugenommen hat. Hierzu drei empirische Hinweise.

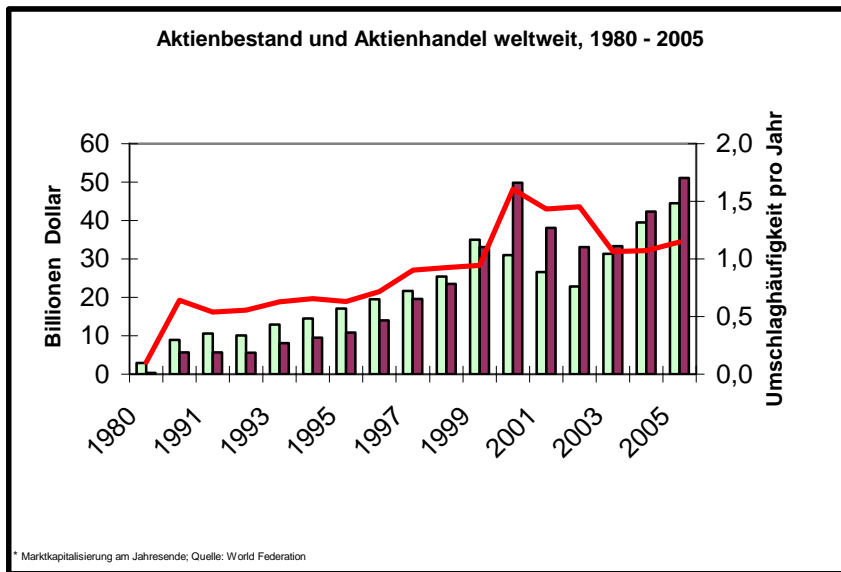
1. Das von den großen Finanzinvestoren angelegte Vermögen ist in den letzten 25 Jahren von 3 auf 55 Billionen \$ gestiegen. (Vgl. Schaubild 6)

Schaubild 6:



2. Der Aktienbestand wuchs auf das 15-fache, der Handel mit Aktien allerdings auf das 170-fache der Werte von 1980. (Vgl. Schaubild 7)

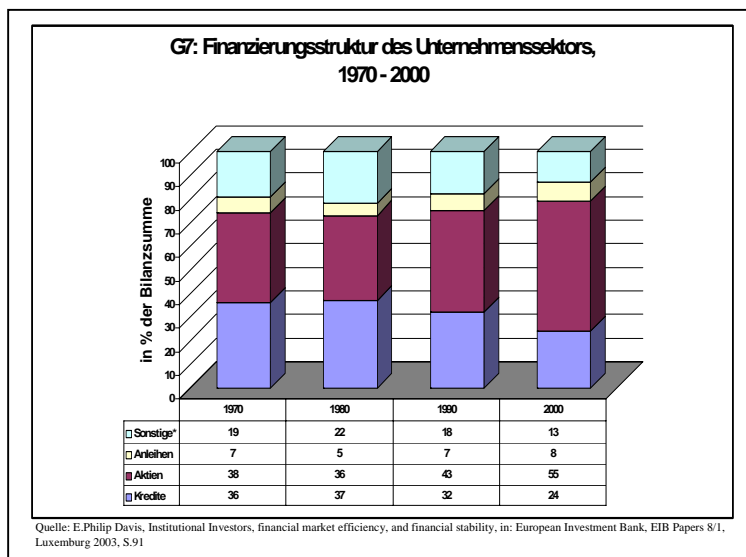
Schaubild 7



b. Zunahme der Marktfinanzierung

Die *zweite* wichtige Entwicklung besteht darin, dass die Finanzierungsstruktur von Unternehmen sich von der Kredit- zur Marktfinanzierung verschoben hat. (Vgl. Schaubild 8)

Schaubild 8



1970 lag der Anteil von Krediten und Aktien an der externen Finanzierung von Unternehmen mit 36% bzw. 38% ungefähr gleich. Bis 2000 hat der Kreditanteil um ein Drittel ab- und der Aktienanteil um die Hälfte zugenommen., so dass letzterer jetzt mehr als doppelt so hoch liegt wie ersterer.

Mit dieser Verschiebung sind die Banken allerdings nicht raus aus dem Geschäft. Sie sind nach wie vor aktive und mächtige Akteure, auf dreifache Weise:

- zum einen gehören ihnen viele Wertpapierverwalter und -händler;
- zum anderen sind sie Kreditgeber der Finanzinvestoren;
- und zum dritten legen sie selbst Geld bei den Finanzinvestoren auf.

c. Liberalisierung und Internationalisierung des Kapitalverkehrs

Die *dritte* Entwicklung beruht darauf, dass die Finanzmärkte international *liberalisiert* sind. Das ist weder ein eisernes Naturgesetz des Kapitalismus, noch Zufall, sondern das Ergebnis einer überlegten politischen Entscheidung, die Mitte der 1970er Jahre von den Regierungen der USA und einiger anderer Länder getroffen wurde. Sie lief darauf hinaus, die bis dahin geltende Möglichkeit der Kontrolle internationaler Kapitalflüsse abzuschaffen. Dies ist bis Anfang der 1990er Jahre in allen entwickelten Ländern und in vielen Entwicklungsländern – nicht zuletzt unter dem Druck des Internationalen Währungsfonds (IWF) – geschehen. (Vgl. Schaubild 9) Seitdem gibt es keine rechtlichen und politischen Hindernisse für globale Kapitalwanderungen mehr, die Kapitalmärkte sind global geworden.

Schaubild 9: Liberalisierung des Kapitalverkehrs

Jahr	Land	Bemerkungen
1958	Deutschland	Liberalisierung des Zahlungsverkehrs in allen west-europäischen Ländern, in D auch des Kapitalverkehrs
1964	(Japan)	(Liberalisierung des Zahlungsverkehrs)
1974	USA	Abschaffung aller seit 1963 eingeführten KVK; vor 1963 gab es keine KVK Vollständige Abschaffung
1979	Schweiz Großbritannien	vollständige Abschaffung
1980	Japan	Teil liberalisierung (Liberalisierung wenn nicht anders bestimmt)
1981	Deutschland	Abschaffung aller zwischenzeitlich eingeführter KVK
1983	Australien	weitgehende Abschaffung aller KVK
1984	Neuseeland	weitgehende Abschaffung
1986	Niederlande	Vollständige Abschaffung
1988	Dänemark	Vollständige Abschaffung
1989	Frankreich	Vollständige Abschaffung
1990	Italien Belgien/Luxemburg	Vollständige Abschaffung Vollständige Abschaffung
1992	Spanien Portugal	Vollständige Abschaffung Vollständige Abschaffung
1994	Griechenland	Vollständige Abschaffung

Das hat zu einer sprunghaften Internationalisierung des Finanzsystems geführt, die sehr viel schneller verlaufen ist als die Weltproduktion (vgl. Schaubild 10) - und auch schneller als die Internationalisierung des Handels. (Vgl. Schaubild 11)

Schaubilder 10

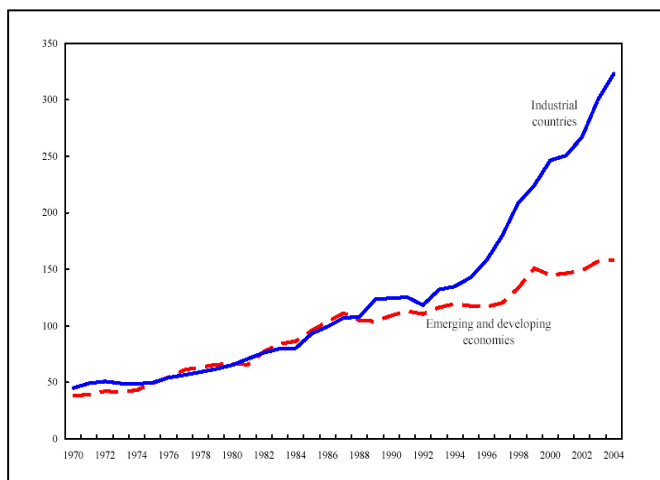
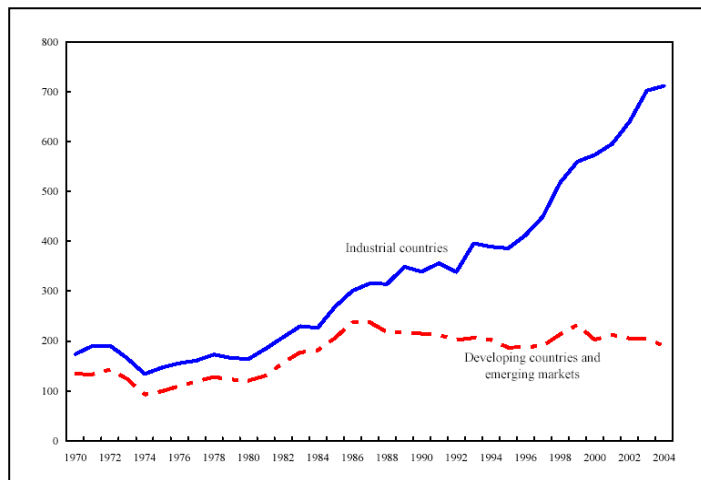


Schaubild 11



Quelle: IMF, Working Paper WP 06/69, S. 35f.

1. 3. Erklärungen

Die enormen Aufblähung der Finanzmärkte ist vor allem auf drei Ursachen, zurückzuführen, nämlich

a. die seit Mitte der 1970er Jahre anhaltende *Umverteilung* von Einkommen und Vermögen von unten nach oben, die z.B. in der sinkenden Lohnquote (vgl. Schaubild 12) bzw. der spiegelbildlich steigenden Profitquote (vgl. für die EU Schaubild 13) zum Ausdruck kommt.

Schaubild 12

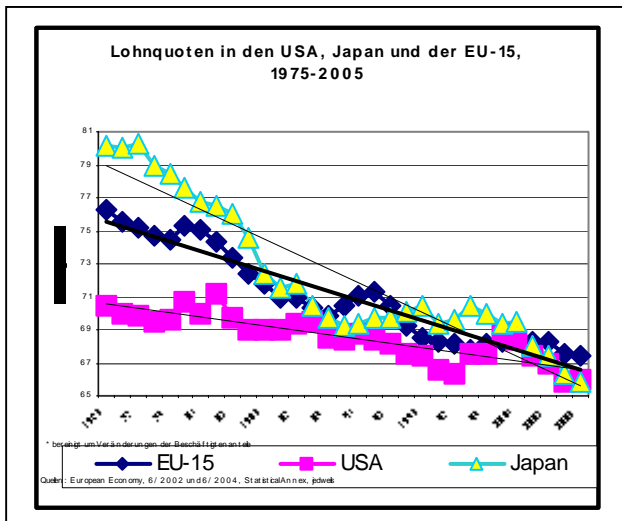
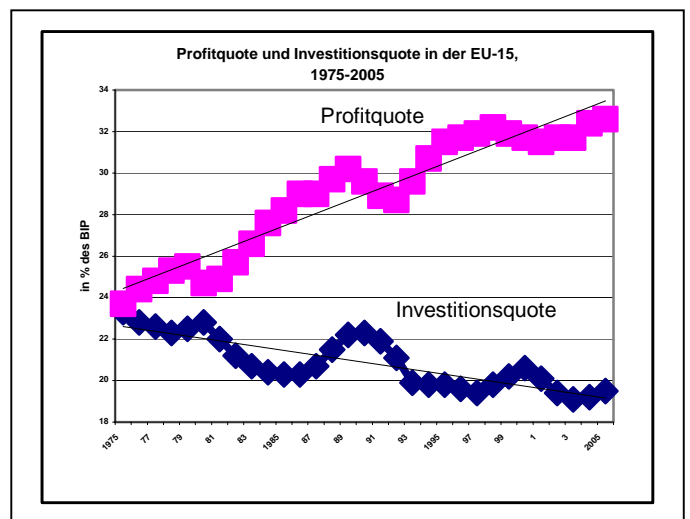
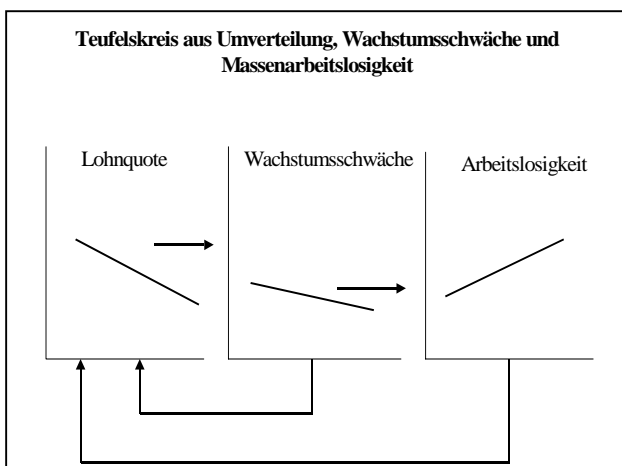


Schaubild 13

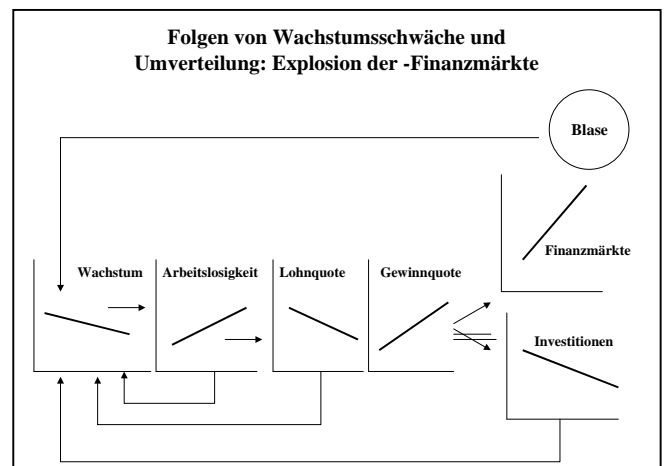


b. die *Verlangsamung des Wirtschaftswachstum*. Sie hängt zumindest teilweise mit der Veränderung der Verteilung zusammen, verstärkt diese aber auch erneut. Da in den oberen Einkommens- und Vermögensklassen ein größerer Teil des Einkommens nicht verbraucht wird und in den unteren Einkommensklassen, in der das Einkommen verbraucht würde, immer weniger vorhanden ist, bleibt – sofern der Staat nicht mit umfangreichen öffentlichen Investitionen und/oder sozialen Unterstützungsprogrammen die Nachfragerlücke schließt - die kaufkräftige Endnachfrage zurück, von der letztlich auch die Investitionen abhängen. Steigende Profitquoten gehen also mit sinkenden Investitionsquoten zurück. Gesamtwirtschaftliche Wachstumsschwäche bringt die Gewerkschaften in eine Defensivposition, die es ihnen sehr erschwert, sozial ausreichende und ökonomisch vernünftige Lohnsteigerungen durchzusetzen. Weitere Umverteilung ist die Folge. Wir haben es hier mit gegenseitig verstärkenden Tendenzen zu tun, die in einen Teufelskreis aus Umverteilung, Wachstumsschwäche und Arbeitslosigkeit münden. (Vgl. Schaubild 14)

Schema 14



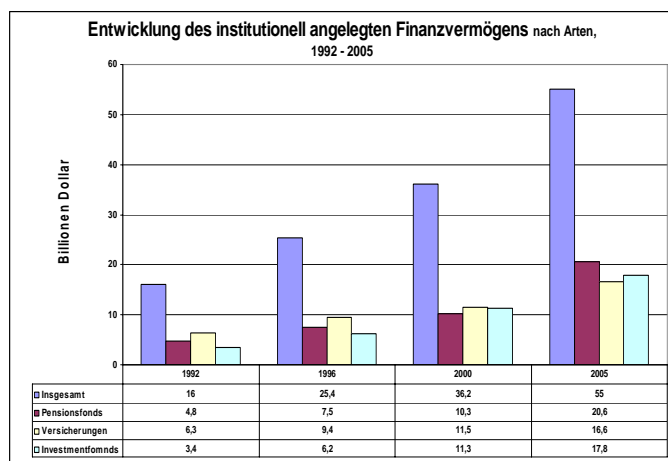
Schema 15



Die steigenden Gewinne, die nicht produktiv re-investiert werden, fließen auf die Finanzmärkte. Dort können sie zu spekulativen Blasen führen, deren Platzen dann wiederum negativ auf das gesamtwirtschaftliche Wachstum wirkt und den Teufelskreis verstärkt. (Vgl. Schaubild 15)

c. Die zunehmende Privatisierung der Alterssicherungssysteme, mit denen die Menschen sich gegen Risiken und für das Alter absichern. Wo dies nicht oder nicht ausreichend durch ein gesetzliches Umlageverfahren gewährleistet wird, müssen die Menschen Rücklagen für ihr Alter bilden, die bis zur Auflösung an den Kapitalmärkten angelegt werden, entweder in Form von etwa Kapitallebensversicherungen oder in Pensionsfonds. Der Wert der bei letzteren angelegten Gelder hat sich von 1992 bis 2005 von knapp 5 auf gut 20 Billionen Dollar mehr als vervierfacht. (Vgl. Schaubild 16)

Schaubild 16



Je mehr die gesetzlichen Renten abgebaut und die Alterssicherungssysteme privatisiert werden, desto stärker werden auch die auf den Kapitalmärkten angelegtem Mittel zunehmen - .zur Freude der Finanzunternehmen, die diese Mittel verwalten und daraus ihren Gewinn machen.

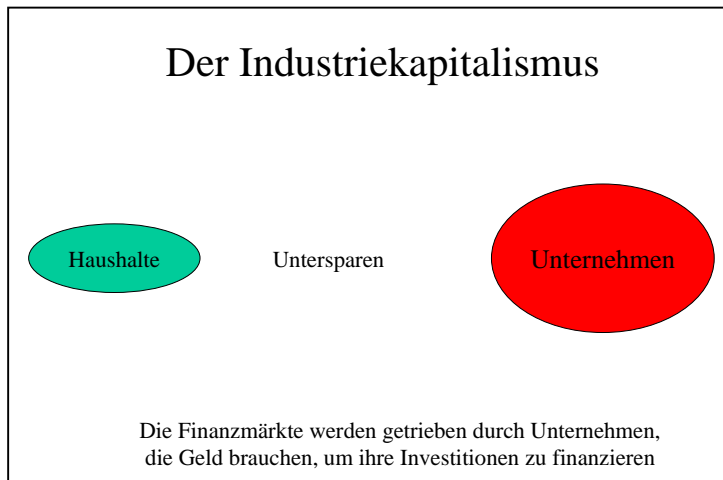
1. 4. Finanzmarktkapitalismus

Letztlich läuft diese Entwicklung darauf hinaus, dass enorm viel Geld in der Welt ist, das weder für Konsumausgaben verwendet noch produktiv investiert wird. Diese *überreichliche Liquidität* stellen auch die großen internationalen Institutionen wie die Bank für internationalen Zahlungsausgleich und der Internationaler Währungsfonds zunehmend beunruhigt fest. Letzterer überschreibt ein ganzes Kapitel (4) seines Frühjahrsberichtes 2006 mit der Frage: „Überschwemmt von Bargeld – warum ist das Sparen der Unternehmen so hoch?“ Er macht dafür im wesentlichen die zu lockere Kreditpolitik der Banken verantwortlich. Auf eine Schieflage der Verteilung kommen die Verfasser – fast möchte man sagen: naturgemäß – nicht.

Die verteilungsbedingte Überliquidität führt aber zu einer Verschiebung der Antriebskräfte auf den Finanzmärkten und darüber letztlich auch zu einer wesentlichen Verschiebung der wirtschaftlichen Entwicklungsdynamik. *Das Verhältnis zwischen Sparen und Investieren kehrt sich um.* Dies wird zu einem wesentlichen Unterscheidungsmerkmal zwischen Industriekapitalismus und Finanzmarktkapita-

lismus. Im frühen und entwickelten Stadium des Industriekapitalismus war der Bedarf an Finanzierungsmitteln für Investitionen groß und das Sparen knapp (*Untersparen*). (Vgl. Schaubild 17)

Schaubild 17



Im reifen Kapitalismus und insbesondere während des letzten Vierteljahrhunderts haben sich die Verhältnisse jedoch allmählich umgedreht. Die liquiden Mittel haben enorm zugenommen, aber die rentablen Investitionsmöglichkeiten nehmen ab. In dieser Situation werden auch Unternehmen zunehmend von Investoren zu Sparern. Die Gesamtsituation ist durch *Übersparen* gekennzeichnet (Vgl. Schaubild 18)

Schema 18

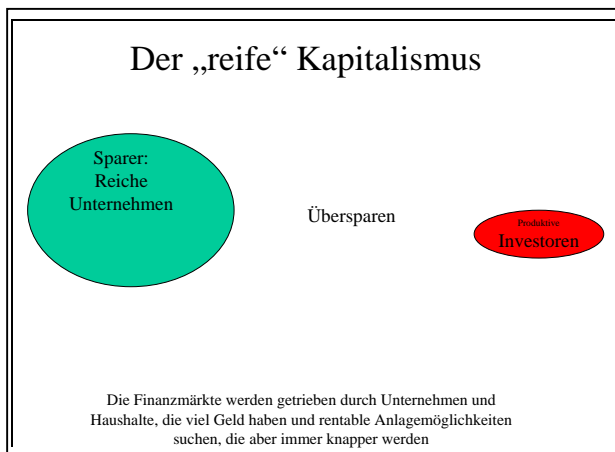
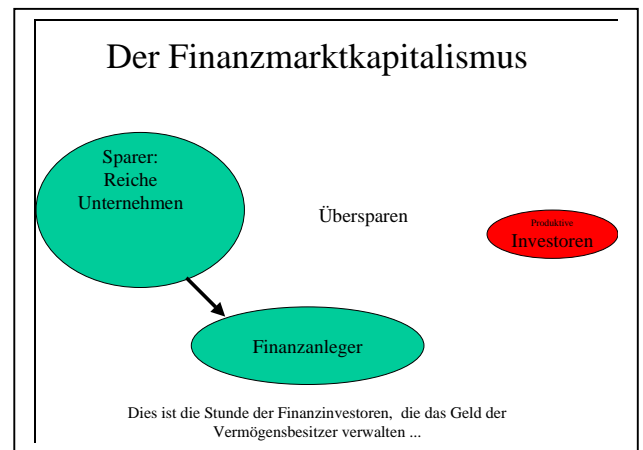


Schaubild 19

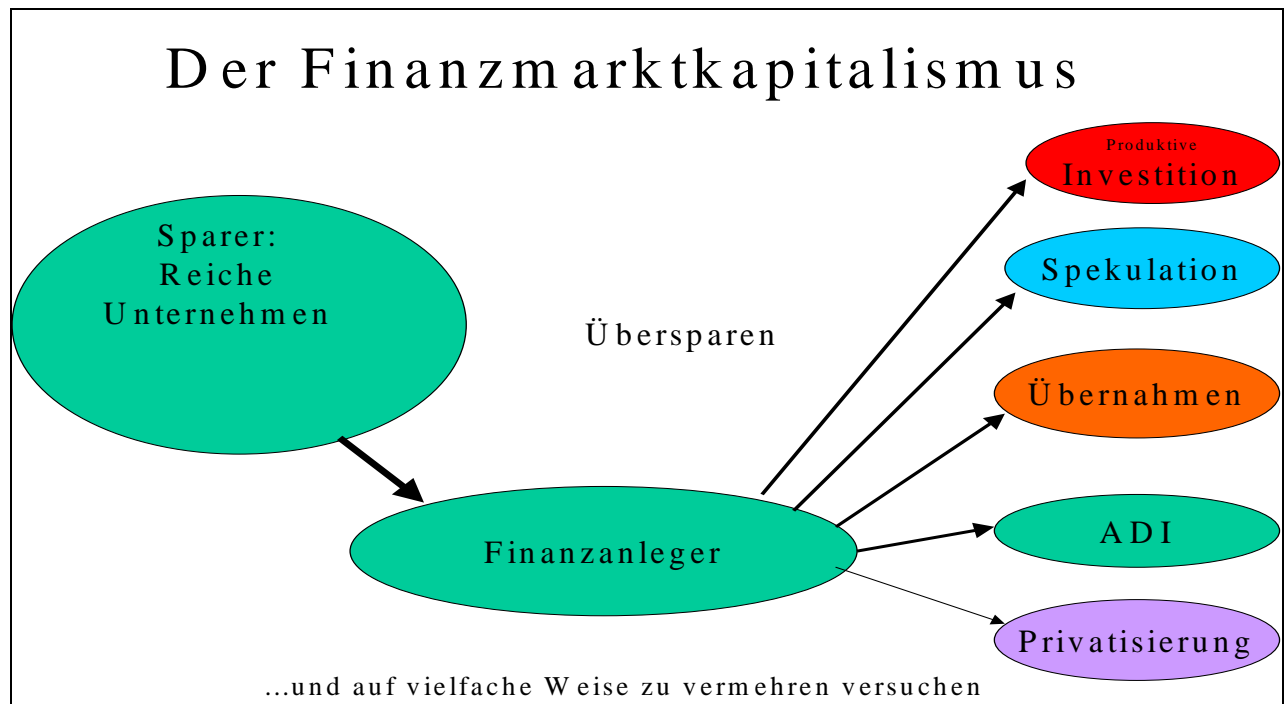


In dieser Situation der zunehmenden Suche nach Anlagemöglichkeiten für Finanzvermögen entsteht ein neuer Wirtschaftszweig, der diese Suche professionalisiert und daraus ein privates Gewerbe macht: die *Finanzanleger oder Finanzinvestoren*. Ihre Zeit kommt, wenn den Haushalten ihre Ersparnisse nicht mehr von investitionswilligen Unternehmen aus den Händen gerissen werden, sondern sich bei Haushalten und Unternehmen ansammeln und diese Mühe haben sie unterzubringen. (Vgl. Schaubild 19). Die Finanzanleger sammeln diese Mittel ein und legen sie auf verschiedene Weise an. (Vgl. Schaubild 20)

Der Aufstieg der Finanzinvestoren bedeutet zugleich, dass sich die Strukturen der Kapitalmärkte zugunsten der dritten Variante, also zugunsten der *zunehmenden Bedeutung der Finanzanleger* bei der

Lenkung von Geld und Kapital verändert. Zwar spielen Kredite immer noch eine wichtige und in einigen Ländern sogar die größte Rolle, aber überall sind Aktien und Anleihen als Finanzierungsinstrumente auf dem Vormarsch bei der Unternehmensfinanzierung.

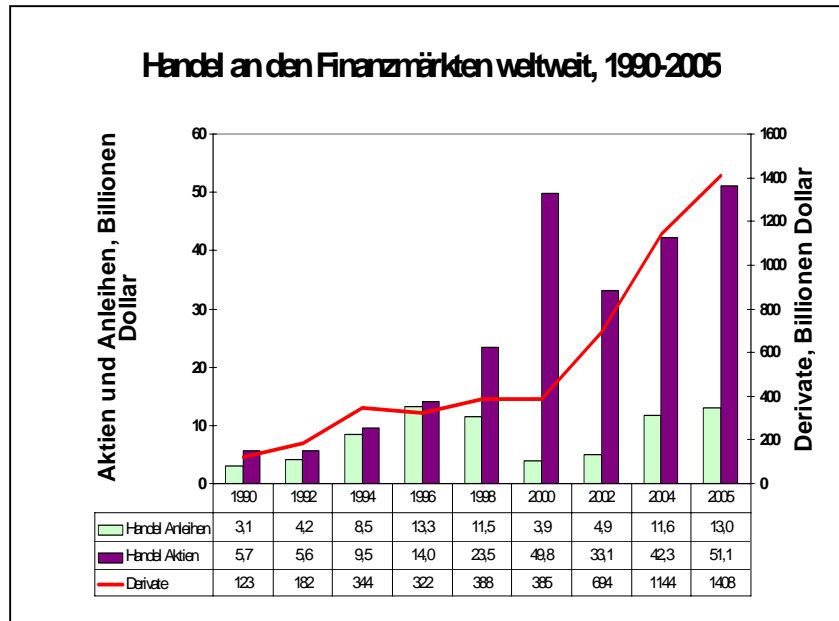
Schaubild 20



Um das zu verstehen, kommen wir noch einmal auf den Unterschied zwischen der ersten und der dritten Form der Kapitalmärkte zurück: Beim *bankgestützten* System laufen die Prozesse über Kreditverträge, die beide Seiten für eine gewisse Zeit binden. Beim *marktgestützten* System gibt es eine solche Bindung nicht: der Käufer kauft und kann jederzeit wieder verkaufen. Und er hat die Möglichkeit, sich z.B. eine Aktie zu kaufen, sie dann wieder zu verkaufen und eine andere zu kaufen, von der er sich höheren Gewinn verspricht. Bei einem solchen Handelsgeschäft hängt der *Gewinn nicht nur von der realen Ertragskraft des Unternehmens ab, das die Aktie ausgegeben hat*, sondern auch davon, wie der Preis der Aktie, also der Kurs sich entwickelt. Beides muss nicht viel miteinander zu tun haben. Die Erwartungen über die Preisänderungen auf den Wertpapiermärkten sind aber zunehmend das entscheidende Element und die Triebkraft der Prozesse auf den Finanzmärkten geworden. Transaktionen auf den Finanzmärkten werden in zunehmendem Masse durch solche *Spekulation* getrieben. Das ist auch ganz verständlich: Wenn die Menge der rentablen produktiven Investitionsgelegenheiten relativ abnimmt, die Menge des Verwertung suchenden Geldes aber zunimmt, dann ist die Spekulation eine Ausweichstrategie, in der sich trotz Lethargie der Realwirtschaft doch noch ein Schnäppchen machen lässt. Und wenn man schon mal beim Spekulieren ist, weshalb sollte dann noch die Begrenzung auf bestimmte Aktien oder Anleihen gelten. Weshalb nicht den Kreis der Spekulationsobjekte ausweiten. Es geht ja nicht um die Schaffung von Mehrwert aus der Produktion, sondern um die *Vermehrung von Geld durch Handel*. Durch schnellen Handel, der schnell auf neue Chancen reagiert und sich schnell aus Krisengebieten zurückzieht.

Schaubild 21 zeigt, dass der Handel mit Aktien und Anleihen drastisch zugenommen hat, wenn auch letzterer etwas antizyklisch zu dem ersteren. Sie zeigt aber besonders, dass ein Bereich seit der letzten Krise geradezu explodiert ist, nämlich der Handel mit *Derivaten*, d.h. mit Terminpapieren. Der Umsatz mit diesen Wertpapieren bewegte im Jahre 2005 ganze 1,4 Trillionen Dollar, das Dreifache des Handels mit Währungen, der es nur auf 475 Billionen Dollar brachte.

Schaubild 21



1.5. Zusammenfassung

Die bisherigen Ausführungen lassen sich in drei Punkten zusammenfassen:

Wir haben es heute *erstens* mit einer weltweiten *Überliquidität* zu tun, die zu einem erheblichen Teil auf die Umverteilung von unten nach oben sowie die zunehmende Privatisierung von Alterssicherungssystemen zurückzuführen ist

Wir haben es *zweitens* mit *liberalisierten Finanzmärkten* zu tun, auf denen auf der Grundlage der modernen Telekommunikationstechnologien große Summen von Kapital in Sekundenschnelle über den Globus verschoben werden können.

Und wir haben es *drittens* mit einem zunehmenden Gewicht der *Finanzanleger* bei dem Versuch zu tun, die wachsenden Finanzvermögen rentabel anzulegen.

In dieser Sicht erscheinen die Finanzinvestoren in der Tat zunächst als Retter, nämlich Retter derer, die das große Geld haben und nicht wissen, wie sie es verwerten können. Das übernehmen die Finanzinvestoren. Dass sie dabei gelegentlich – und immer öfter – zu Raubrittern am Rest der Gesellschaft werden, drüber später mehr.

2. Fließende Grenzen. Die Akteure der Finanzbranche im Wandel. Strukturen, Ziele und Strategien der Finanzinvestoren

In diesem zweiten Block geht es also um Finanzinvestoren. Die Struktur ist wie folgt:

Nach einem kurzen Überblick über Größenordnungen und Proportionen (Abschnitt 2.1) behandle ich die drei wesentliche Gruppen, nämlich die Institutionellen Anleger (Abschnitt 2.2, kurz), die Private Equity Branche (Abschnitt 2.3) und Hedgefonds (Abschnitt 2.4). Dabei geht es jeweils um die Fragen

- Wie werden die Finanzinvestoren definiert ?
- Wie haben sie sich entwickelt ?
- welches ist ihr Geschäftsmodell ? und
- Welche Probleme gibt es?

2. 1 Größenordnungen und Proportionen

Wer sind also die Finanzinvestoren? Allgemein kann man sagen: Finanzinvestoren sind Unternehmen - meistens, aber nicht immer private Unternehmen - die Vermögen, die ihnen nicht gehören, verwalten, d.h. für ihre Sicherheit und Vermehrung sorgen sollen und dadurch Einkommen und Gewinn erzielen, als Gebühr und/oder als Gewinnbeteiligung. Finanzinvestoren können die Form von Kapitalgesellschaften oder andere Rechtsformen – beliebt sind GmbH und Co KG – haben. Entscheidend ist, dass sie überwiegend fremdes Vermögen auf Wertpapiermärkten anlegen.

Wie aus Schaubild 22 hervorgeht, gab es 2005 weltweit ein Finanzvermögen in Höhe von 78,7 Billionen Dollar, das professionell gemanaged wurde. Davon entfielen 70% oder 55 Billionen Dollar auf die Anlage oder Verwaltung durch die sogenannten institutionellen Investoren, auf die wir gleich zu sprechen kommen. 22 Billionen Dollar wurden privat (d.h. von Banken und deren Vermögensverwaltungen) gemanaged (die fallen aus unserer Betrachtung heraus) und nur 1,5 Billionen Dollar entfielen auf „Alternativ“verwaltungen wie Hedgefonds und Private Equity. Letztere machte sogar nur 0,3 Billionen Dollar und damit 0,4% des gesamten weltweiten Finanzvermögens aus. (Schaubild 23).

Schaubild 22

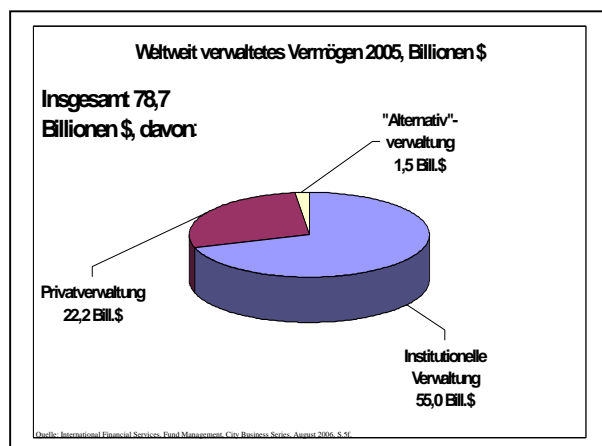
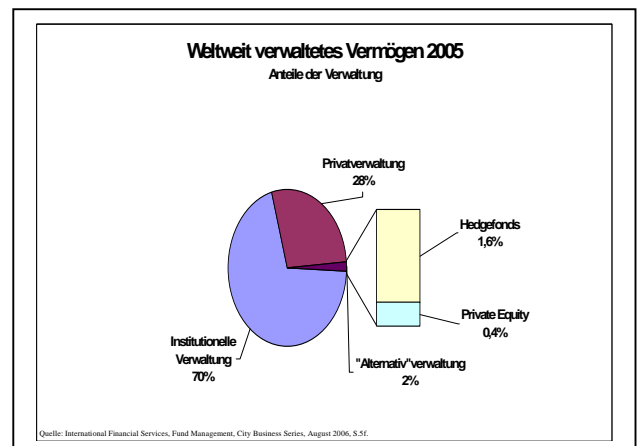


Schaubild 23



Angesichts dieser Größenordnungen stellt sich die Frage, weshalb wir uns mit solchen „peanuts“ überhaupt so ausführlich beschäftigen und sie in unserem Workshop in den Vordergrund stellen. Die Antworten lautet: Wir tun dies

- weil diese „alternativen“ Investmentformen auf dem Vormarsch sind,
- weil die Größe des reinen Vermögens d hier irreführend ist; denn Private Equity- Firmen und Hedgefonds kombinieren das ihnen zur Vermehrung anvertraute Geld in der Regel mit einem Vielfachen an Krediten, um dadurch die Eigenkapitalrendite für die Geldgeber zu steigern (s.unten). Ihre Investitionen reichen daher an die Größenordnungen institutioneller Investoren heran.
- weil sie die wesentlichen „innovativen“ Elemente moderner Finanzmärkte enthalten und

- weil sie enorme Rück- und Ansteckungswirkungen auf die großen und traditionellen Anleger und damit die gesamte wirtschaftliche und soziale Entwicklung haben

2.2 Institutionelle Investoren

Die mit Abstand größte Gruppe der Finanzinvestoren sind die „*institutionellen Anleger*“ (IA). Dabei handelt es sich im wesentlichen um Versicherungen, Pensionsfonds und Investmentfonds. Sie sammeln Geld - Prämien der Versicherten, Sozialversicherungsbeiträge der Beschäftigten und Ersparnisse von Haushalten oder Unternehmen - und poolen es zu großen Finanzvermögen. Diese legen sie auf den Finanzmärkten an, zu geringeren Kosten und mit größeren Gewinnperspektiven, als wenn SparerInnen und Versicherte dies selbst mit kleinen Beträgen täten. Die Zusammenfassung dieser drei Arten unter dem Sammelbegriff Institutionelle Anleger ist insofern unglücklich, als sie eigentlich sehr unterschiedliche Ziele verfolgen:

- Die *Pensionsfonds* sollen gewährleisten, dass die Beschäftigten im Alter sichere Renten haben. Hier steht der Aspekt der unbedingten Sicherheit eindeutig im Vordergrund.

- Bei *Versicherungen* ist es von entscheidender Bedeutung, dass sie jederzeit im Versicherungsfall in der Lage sind, die fälligen Zahlungen zu leisten.

Bei diesen beiden Arten steht also die Sicherheit deutlich im Vordergrund, während eine möglichst hohe Rendite auf das angelegte Kapital eigentlich ein Nebenziel ist.

- Nur bei *Investmentfonds* spielt die erzielbare Rendite von vornherein eine wesentlich größere Rolle.

Das Problem besteht darin, dass die private Organisation und die daraus folgende Konkurrenz unter den Anbietern dazu führt, dass der Renditeaspekt alle anderen Ziele in den Hintergrund rückt, und mit diesem Aspekt auch am meisten und ehesten die Kundinnen und Kunden eingefangen werden können.

Vermögen insgesamt und Herkunft. Das von den institutionellen Investoren auf den Finanzmärkten angelegte Vermögen nahm von 3 Billionen Dollar im Jahre 1980 über 14 Billionen Dollar in 1990 und 37 Billionen Dollar in 2000 zu und betrug im Jahre 2005 rund 55 Billionen Dollar. (Schaubild 24) Es ist also gegenüber 1980 auf das 18 fache gewachsen. Der größte Teil des Vermögens kommt aus den USA, aber diese Dominanz nimmt ab: Der Anteil der USA lag 1980 noch bei 70%, sank bis 2000 auf 55% und bis 2005 auf weniger als die Hälfte. Im Gegenzug ist das Gewicht Europas von weniger als einem Viertel auf ungefähr 28% gestiegen.

Schaubild 24

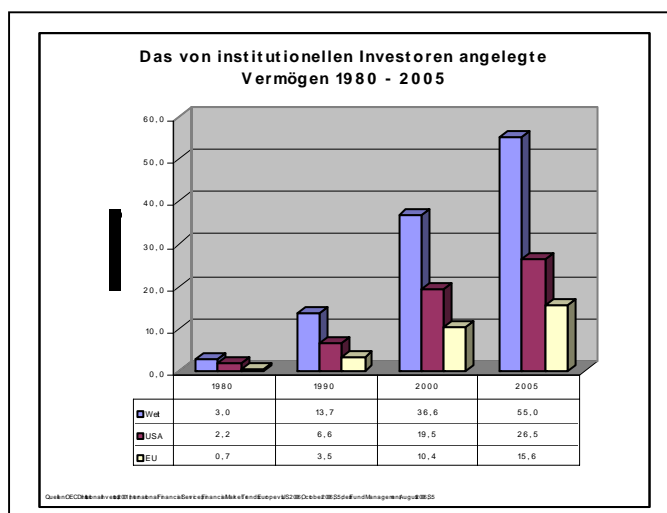
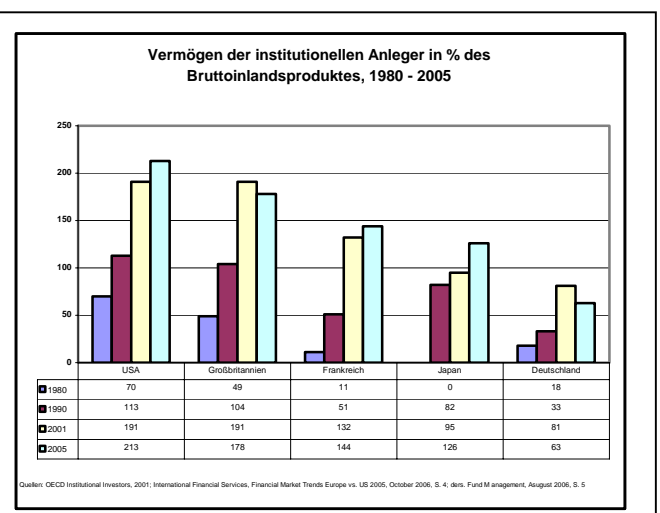


Schaubild 25



Das Wachstum der institutionellen Anleger verlief sehr viel schneller als das der Produktion. (Vgl. Schaubild 25) Auch in den USA, wo wegen der Organisation der Alterssicherung über Pensionsfonds der Wert im Vergleich zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) schon 1980 relativ hoch war, stieg er bis 2005 nochmal auf das Dreifache und liegt jetzt bei mehr als dem Doppelten des BIP. In der EU verlief die Entwicklung sehr unterschiedlich: Frankreich ragt mit einer Steigerung von 11% auf 144%, also auf das dreizehnfache heraus, während Deutschland zwar auch eine Steigerung auf mehr als das Dreifache zu verzeichnen hat, mit dem Wert von 63% im Jahre 2005 aber immer noch unter dem Wert der USA im Jahre 1980 lag.

Die Größenordnung der drei Arten von IA liegen global relativ dicht beieinander (Vgl. Schaubild 26). Pensionsfonds mit 20 Billionen Dollar, Versicherungen mit 17 Billionen Dollar und Investmentfonds mit 18 Billionen Dollar.

Schaubild 26

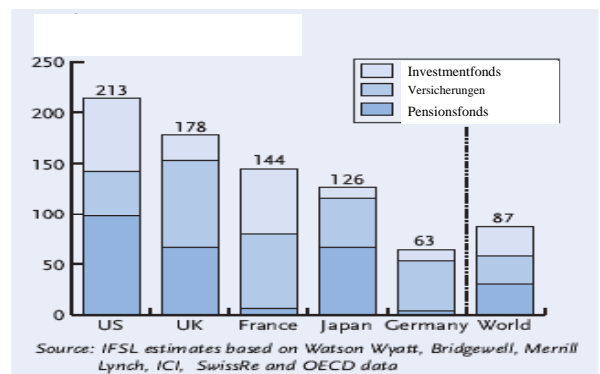
Institutionelle Investoren

Drei Gruppen

- | | |
|--------------------|------------------------|
| 1. Pensionsfonds: | 20 Billionen US |
| 2. Versicherungen: | 17 Billionen US |
| 3. Investmentfonds | <u>18 Billionen US</u> |
| 4. Zusammen: | 55 Billionen US |

Schaubild 27

Das von institutionellen Investoren angelegte Vermögen
in Prozent des Bruttoinlandsproduktes, 2005



In den einzelnen Ländern ist dies allerdings sehr unterschiedlich (Schaubild 16). In den USA und Japan überwiegen die Pensionsfonds, die in Deutschland und Frankreich (noch) so gut wie keine Rolle spielen. In Deutschland, England und Frankreich ist das Gewicht der Versicherungen am größten, in Frankreich spielen überdies auch die Investmentfonds eine erhebliche Rolle.

Das Gesamtvermögen wird zu 98% von 500 institutionellen Anlegern verwaltet. Der größte unter ihnen ist mit 2 Billionen Dollar die Schweizer UBS, es folgen mit 1,5 Billionen Dollar die Allianz Group und mit 1,4 Billionen Dollar Barclays Global Investors. (Vgl. Schaubild 28) Auf die 10 größten Investoren entfällt ein Viertel (24,7%) des Gesamtvermögens.

Schaubild 28

Die weltweit größten institutionellen Anleger, 2004

			Mrd.\$
1	UBS	Switzerland	1,975
2	Allianz Group	Germany	1,459
3	Barclays Global Investors	UK	1,362
4	State Street Global	US	1,354
5	Fidelity Investments	US	1,286
6	AXA Group	France	1,185
7	Credit Suisse	Switzerland	1,079
8	Capital Group	US	1,021
9	Vanguard Group	US	848
10	JPMorgan Chase	US	792
11	Deutsche Asset Man.	Germany	731
12	Mellon Financial	US	707
13	ING Investm. Man.	Netherlands	671
14	Northern Trust Global	US	572
15	Morgan Stanley	US	563

Source: Watson Wyatt World 500, Pensions & Investments

Kennzeichnend für die institutionellen Anleger war traditionell, dass sie sich nicht unmittelbar aktiv in die operative Tagesgeschäft einmischen, sondern in erster Linie an einer langfristigen Perspektive interessiert sind, in der Sicherheit und Ertrag in unterschiedlichen Gewichtungen enthalten sind. Der Einfluss dieser Investoren auf die Geschäftspolitik und das Management verläuft vielmehr über die Entscheidung, in ein Unternehmen einzusteigen, dort zu bleiben oder die Anteile zu verkaufen. Dies hat sich unter dem Druck von Hedgefonds in jüngster Zeit geändert.

2.3 Private Equity

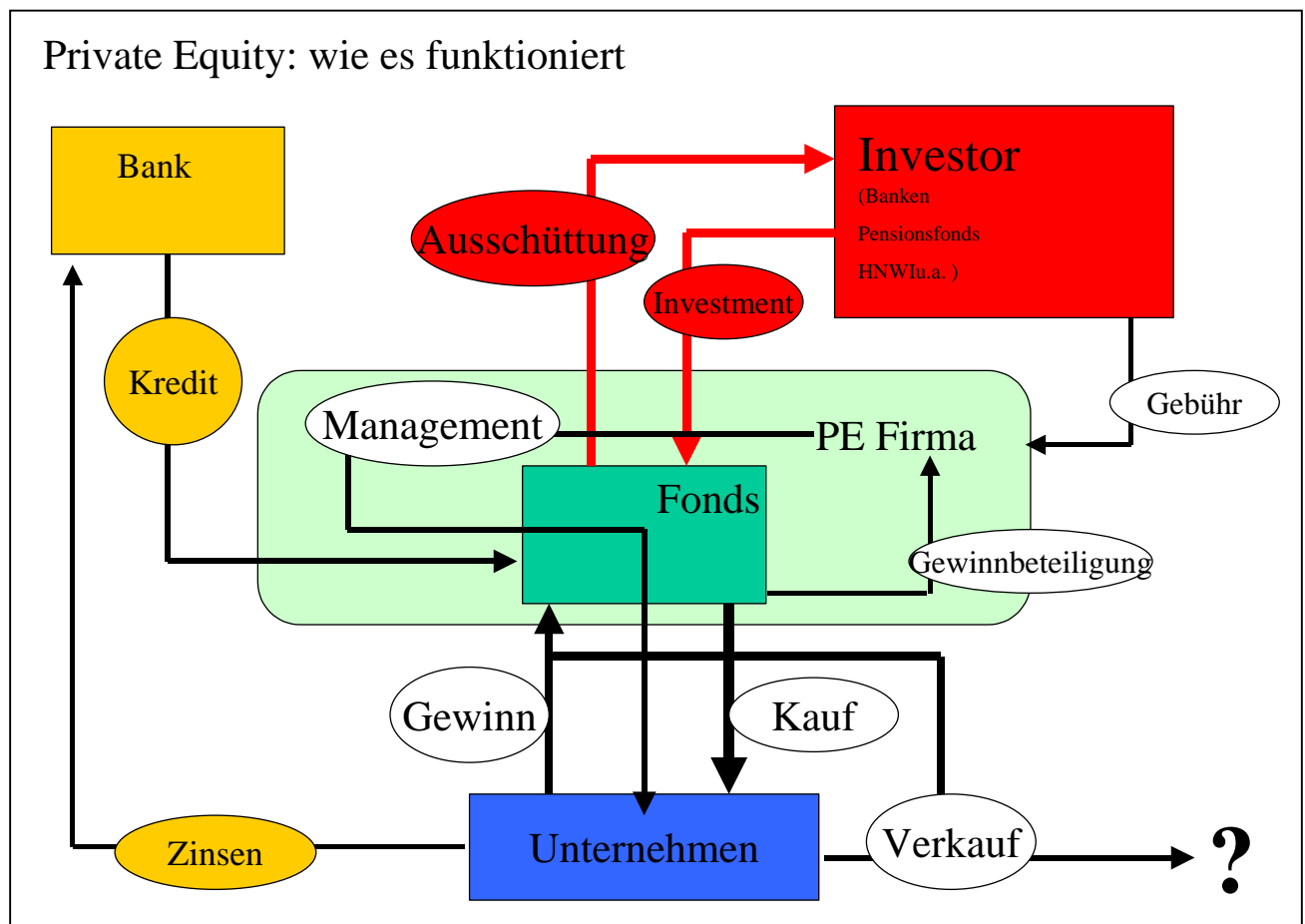
a. Definition

Private Equity-Firmen (PEF) sind Firmen, die Unternehmen ganz oder zu maßgeblichen Teilen aufkaufen, für eine befristete Zeit aktiv managen und dann wieder – mit möglichst hohem Gewinn – verkaufen.

Die Manager von PEF sammeln bei institutionellen Investoren (vor allem Pensionsfonds und Versicherungen) sowie bei vermögenden Privatpersonen (high net worth individuals) größere Beträge für spezifische Fonds ein, die eine vereinbarte Laufzeit haben und für das breite Publikum in der Regel nicht zugänglich sind (geschlossene Fonds). Dieses Geld wird durch einen - in der Regel sehr viel höheren - Kreditbetrag ergänzt. Nach dem späteren Verkauf erhalten die Geldgeber ihre Fondseinlagen plus Gewinn – minus Gewinnbeteiligung der Manager - zurück.

Es sind bei einem kompletten *PE Zyklus* also fünf Parteien beteiligt (Vgl. Schaubild 29).

Schaubild 29



- Erstens die **Geldgeber** für die jeweiligen Fonds (rot)
- Zweitens die **Banken** als zusätzliche Kreditgeber (gelb)
- Drittens die **Manager** der Fonds (grün)
- Viertens die **Unternehmen** die gekauft werden (blau)
- Fünftens die späteren **Käufer** dieser Unternehmen (?)

Private Equity-Firmen sind eine relativ neue Entwicklung auf den Finanzmärkten und in Europa erst seit Mitte der 1990er Jahre in relevantem Umfang aufgetreten. Dabei handelte es sich zunächst im Rahmen der New Economy Welle in erheblichem Masse um sog. Risikokapital (Venturekapital), mit dem die Investoren sich an Unternehmensgründungen beteiligten. Nach dem Platzen der Spekulationsblase Anfang dieses Jahrzehnts ist der Markt für Risikokapital jedoch weitgehend ausgetrocknet und – obwohl es zuletzt eine Belebung auch in diesem Segment gegeben hat – tätigen die PEF gegenwärtig überwiegend sogenannte „buy-outs“, d.h. sie kaufen Tochtergesellschaften von Konzernen, die sich von nicht-strategischen Beteiligungen trennen wollen, Familienunternehmen mit Nachfolgeproblemen o.ä. Auch bei Privatisierungen z.B. von Krankenhäusern oder Wohnungen spielten PEI eine sehr aktive Rolle. Erst im vergangenen Jahr ist der Venturekapital-Anteil wieder gestiegen.

b. Entwicklung

Die Größenordnungen von PE Investitionen sind nicht mit denen der institutionellen Anleger zu vergleichen.

Schaubild 30

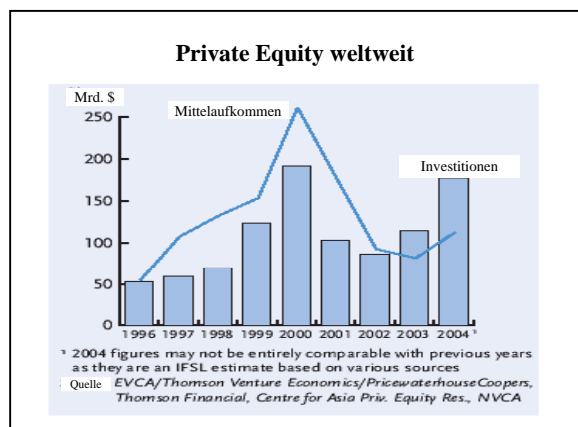
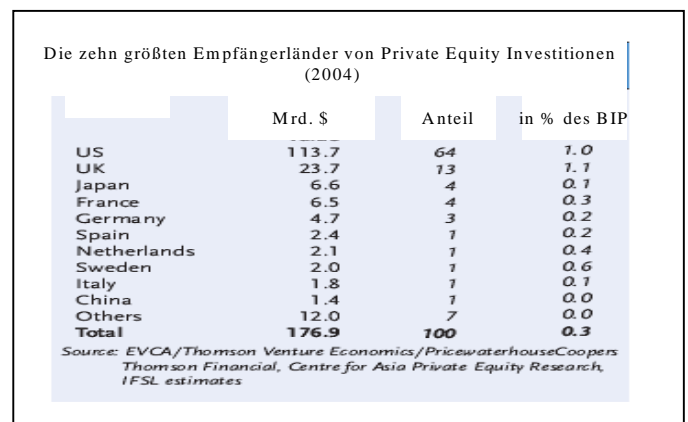


Schaubild 31

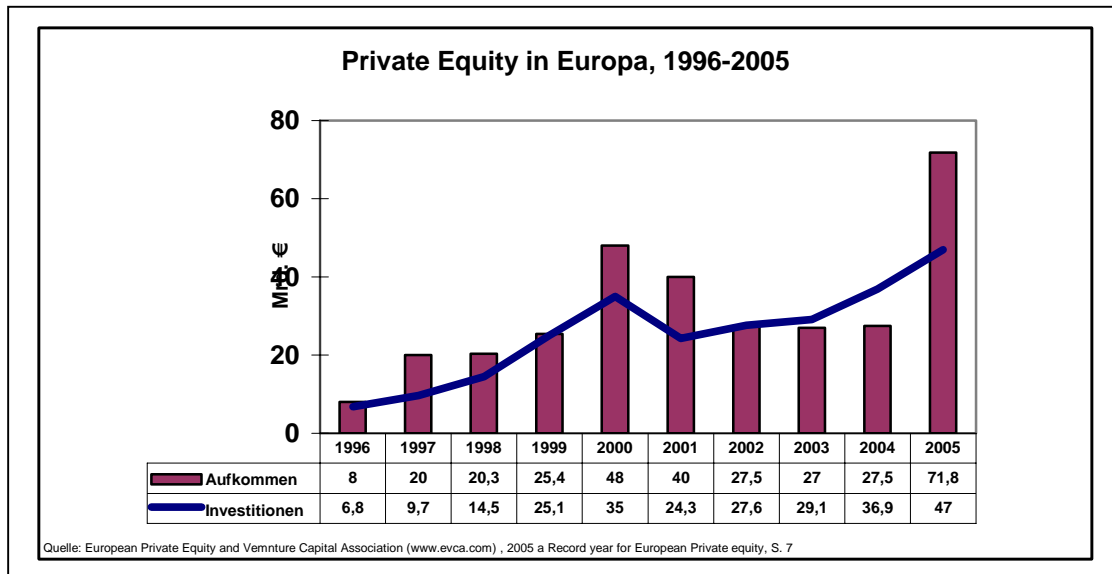


Weltweit sind in den Jahren seit 1996 rund 1,3 Mrd. Dollar aufgenommen und gut eine Milliarde Dollar investiert worden (Vgl. Schaubild 30). Die meisten PE-Firmen kommen aus den USA und investieren in den USA. Es folgen mit weitem Abstand Großbritannien (13% aller PE Investitionen). Die Anteile aller anderen Länder liegen im einstelligen Bereich, auf Deutschland entfallen 3% der weltweiten PE-Investitionen, die 0,2% des BIP ausmachen. Aber auch für die USA ist ihr Gewicht in der Gesamtwirtschaft mit 1% relativ gering, für die anderen (mit Ausnahme von GB) noch viel geringer (Vgl. Schaubild 31).

In **Europa** nahmen Aufkommen und Anlage bis zum Jahre 2000 kontinuierlich zu, dann kamen drei Jahre Rückgang im Aufkommen, aber nur ein Jahr bei den tatsächlichen Investitionen. Im vergangenen Jahr ging auch das Fondsaufkommen wieder steil nach oben und übertraf die Anlage durch Unternehmenskäufe beträchtlich. Mit 72 Mrd. € wurde ein neuer Rekordwert erzielt. Nach wie vor kommt der

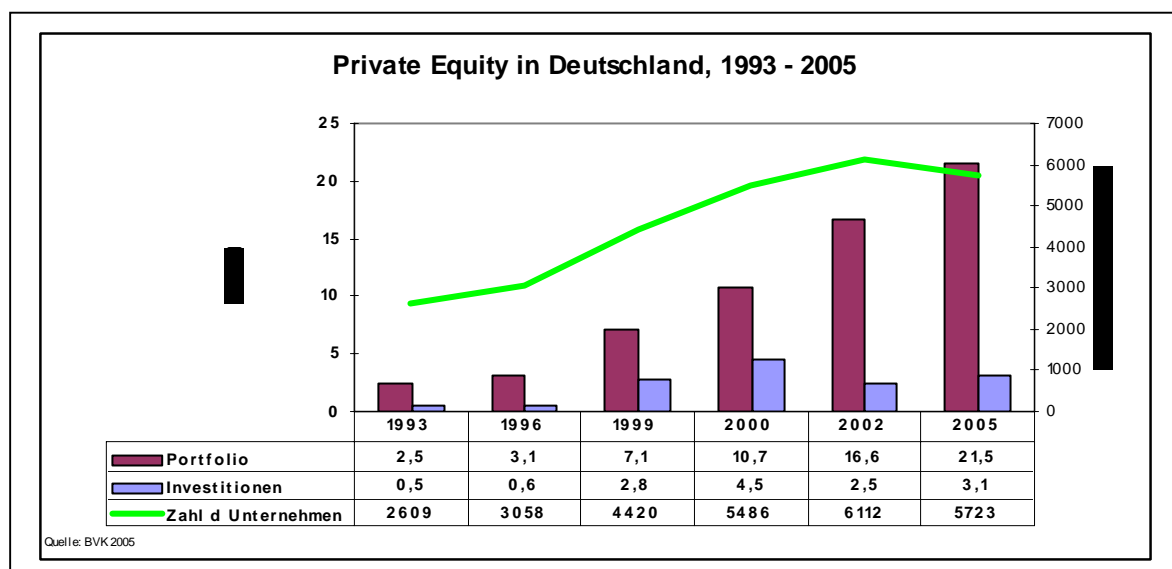
größte Teil des Mittelaufkommens aus den USA, während das Management von Fonds, die in Europa investieren, überwiegend in Offshorezentren oder in London erfolgt. (Schaubild 32)

Schaubild 32



Ähnlich verlief die Entwicklung in *Deutschland* (vgl. Schaubild 33): sehr zögernder Anfang Mitte der 1990er Jahre, Anstieg im Zuge der "Gründerwelle", Absturz und zunächst langsame Erholung, mittlerweile neue Rekordwerte beim Aufkommen, allerdings noch nicht bei den Investitionen.

Schaubild 33



Für den gesamte erfasste Zeitraum gilt: Das Angebot an Kapital (=Aufkommen) übertrifft die reale Investition durch Kauf von Unternehmen erheblich. Die größten PE-Übernahmen in 2004 und 2005 sind in den Schaubildern 34 und 35 zusammengestellt.

Schaubild 34

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

Quelle: Böttger, S. 72

Schaubild 35

Mrd. €	Zielunternehmen	Käufer	Verkäufer
7,0	Viterra	Terra Firma	E.ON
1,5	Ruhrgas Industries	CVC	E.ON
1,5	Nileg Immobilien	Fortress	Nord LB
1,1	Moeller	Doughty Hanson	Advent
1,0	BauBeCon Immobilien	Cerberus	BGAG

Quelle: Ernst & Young German Private Equity Activity December 2005

PEI haben acht Besonderheiten, die sie von anderen Finanzinvestoren unterscheiden.

1. **Geschlossener Anlegerkreis** mit Bindung: Banken, Pensionsfonds, Reiche

2. **Offshore:** Sehr viele PE-Firmen haben ihren Rechtssitz offshore, also in Territorien, die kaum Finanzaufsicht und geringe oder keine Steuern auf Kapitalgewinne zahlen.

3. Anderes als bei Pensionsfonds und Versicherungen gibt es für PE-Investitionen *keine Anlagebeschränkungen*.

4. PE-Unternehmen investieren überwiegend in *nicht börsennotierten Unternehmen*. Wenn sie bei börsennotierten Unternehmen einsteigen, folgt in der Regel kurz darauf die Abmeldung vom Börsenhandel (delisting) – und damit endet die Pflicht zur Veröffentlichung wesentlicher Geschäftsdaten.

5. **Der Zyklus als Geschäftsmodell.** PE-Investoren haben von Beginn ihres Engagements an - oder besser: schon vor dem Beginn - das Ende des Engagements im Auge. Sie beabsichtigen, das von ihnen gekaufte Unternehmen nach einer bestimmten Zeit wieder zu verkaufen. Dabei sind drei Fälle möglich: der Verkauf an der *Börse*, der Verkauf an einen *strategischen Investor*, zu dem das Unternehmen passt, oder der Verkauf an einen *anderen PE Investor*, für den die letzte Phase des ersten Investors die Einstiegsphase ist (sog. Secondary buy-out). Die von vornherein bestehende Verkaufsabsicht (oder die Exit-Orientierung) stellt von den später zu erzielenden Verkaufspreis ins Zentrum des Interesses und der Aktivität des Investors und gibt dieser Frage absoluten Vorrang vor längerfristigen strategischen Perspektiven.

6. **Aktives Management.** Im Unterschied zu traditionellen institutionellen Investoren, die in der Regel nur über geringe Beteiligungsanteile verfügen und sich nicht aktiv in das Tagesgeschäft einmischen, nehmen PEF aktiven Einfluss auf das Management der gekauften Unternehmen, oft übernehmen sie das Management komplett selbst. Sie entfalten große Aktivität, denn sie haben nicht viel Zeit. Sie müssen in wenigen Jahren das Unternehmen für potenzielle Käufer attraktiv machen und seinen Verkaufspreis erheblich über den Einkaufspreis anheben.

7. **Kreditfinanzierung.** Für den Kauf von Unternehmen setzen die PE Manager nur einen Bruchteil des Kaufpreises – zwischen 20% und 30% - als Eigenkapital des jeweiligen Fonds ein. Für den überwiegenden Teil nehmen sie Bankkredite auf. Der Grund ist nicht, dass ihnen das Geld fehlt, sondern

der, dass sie mit billigen Bankkrediten die Eigenkapitalrendite ihrer Geldgeber massiv steigern können – jedenfalls solange der Gewinn auf das insgesamt eingesetzte Kapital höher ist als die Kreditkosten. Dies soll im Schaubild 36 verdeutlicht werden.

Schaubild 36

Gewinnsteigerung durch Kreditfinanzierung	
Gesamtkapitaleinsatz	100 Mio €
- Eigenkapital	20
- Fremdkapital	80
- Kreditkosten 8% =	6,4
Rendite auf das Gesamtkapital	10%
Gesamtprofit	10,0 Mio €
- Kreditkosten	6,4 Mio €
= Gewinn nach Zinsen	3,6 Mio €
= Rendite aufs Eigenkapital:	18%

Bei einer Eigenkapitalrate von 20%, Kreditkosten von 8% und einer Gesamtprofitrate von 10% liegt beispielsweise die Eigenkapitalrendite des Geldgebers bei 18% also um 80% höher als wenn er den gesamten Kauf mit Eigenkapital finanziert hätte (dann wären es 10% Gewinn gewesen). Dieser Hebeleffekt macht die Kreditaufnahme so attraktiv für PE – und führt zu der gesamtwirtschaftlich paradoxen Erscheinung, dass die ohnehin schon überreichliche Liquidität auf den Finanzmärkten durch zusätzliche Kredite weiter aufgebläht wird. Überdies steigt der Verschuldungsgrad der Unternehmen dadurch an.

8. Deutschland: Steuervorteile. Für die PE mit ihrer Verkaufsperspektive stellt die Tatsache einen besonderen Vorteil dar, dass die Veräußerungsgewinne in Deutschland im Unterschied zu den meisten anderen Ländern - steuerfrei sind.

Höhere Rendite. Die Rendite von Private Equity-Investitionen liegt seit Beginn der 90er Jahre durchschnittlich im zweistelligen Bereich und ist somit deutlich höher als die von institutionellen Anlegern. Nach Berechnungen von Thomson lag die durchschnittliche Rendite aller PE Investitionen über die Jahre seit ihrem jeweiligen Beginn bei 10,3%, bei Buyouts waren es 14,3%, während bei Venture Capital wegen des Einbruchs nur 6,3% zustande kamen. Auch dies erklärt den zunehmenden Zustrom von Kapital in diese Investmentform.

Beispiel **Gagfah**: Der amerikanische Investor Fortress hatte die Wohnungsgesellschaft der Deutschen Rentenkassen im Juli 2004 für 2,12 Mrd. € gekauft. Gut zwei Jahre später, im Oktober 2006, bringt er 20% davon an die Börse und erwartet davon Erlöse von 850 Mill. Euro. (SZ 11.10.06, S. 25) Das ist an sich schon eine stolze Verdoppelung des Einkaufspreises (Ein Fünftel von 2,12 Mrd. € ist 424 Mio. €). Noch besser sieht die Rechnung für den Gewinn aus, wenn wir davon ausgehen, dass der Kauf wie das bei PE regelmäßig der Fall ist, überwiegend fremdfinanziert ist und einen Eigenkapitalanteil

von 30% ansetzen kommen wir auf einen Wert von 700 Millionen € Eigenkapital, das zum Kauf der Wohnungen benötigt wurde. Bei einem Verkaufspreis von 850 Mill. € für 20% des Unternehmens, der komplett an Fortress geht, hätten die Investoren schon innerhalb von gut zwei Jahren ihre gesamte Kapitaleinlage mit einer - steuerfreien! - Jahresrendite von 10,7% zurück. Sie bleiben im übrigen Eigentümer von 80% der Gagfah. Ein Erlös aus jedem weiteren Verkauf wird für sie reiner Gewinn sein. Die Mieter der Gagfah-Wohnungen müssen dagegen – auch das ist bereits angekündigt – mit kräftigen Mietsteigerungen rechnen. Schließlich müssen die Kosten für die Kredite, die für den Kauf der Gagfah aufgenommen worden waren, ja irgendwie finanziert werden.

d. Probleme

1. Rosskuren zu Lasten der Beschäftigten: Personalabbau und Lohnsenkung. Da die Perspektive der baldige Wiederverkauf des erworbenen Unternehmens ist, wird der Investor alle Anstrengungen darauf richten, schnell die Kosten zu senken und im Unternehmen schlummernde Reserven zu aktivieren. Das kann gut gehen, es kann aber auch (und dies ist oft der Fall), dazu führen, dass ein Strohfeuer entfacht, das Unternehmen ausgeschlachtet und wird und hinterher noch weniger wettbewerbsfähig ist als vorher. Insbesondere die strategische Ausrichtung auf Steigerung der Produktivität durch Investitionen in moderne Technologie und Entwicklung, die sich in der Regel nicht sofort, sondern erst mittel- oder langfristig auszahlt, wird bei PE-Unternehmen oft vernachlässigt.

2. Überschuldung. Das ökonomische Hauptproblem der Unternehmen, die von PE-Investoren gekauft worden sind, besteht gewöhnlich darin, dass ihr Verschuldungsgrad rapide steigt. Die Ursache hierfür ist, dass die Käufer die Kredite, die sie zur Finanzierung des Kaufes aufgenommen haben, auf das gekaufte Unternehmen übertragen und diesem die Bedienung der Schulden aufbürden. Wenn die Finanzsituation der übernommenen Unternehmen vor dem Erwerb durch den PE-Investor oft schon problematisch war – nach dem Übergang auf neue Eigentümer wird sie noch erheblich problematischer. Umso drastischer müssen die Maßnahmen sein, um noch eine attraktive Verkaufsperspektive herauszuholen.

3. „Sonderdividenden“. Dazu kommt eine relativ neue Entwicklung, die in der Branche Unruhe ausgelöst hat. Um das investierte Kapital möglichst schnell mit Gewinn zurückzuholen, warten die neuen Eigentümer gelegentlich nicht bis zum Verkauf ihres Unternehmens, sondern genehmigen sich - als Eigentümer können sie das – eine „Sonderdividende“ die durch Kredite des Unternehmens finanziert wird. Die Summe dieser „Dividenden-Rekapitalisierungen“ hat sich von 2002 bis 2005 auf 40 Mrd. Dollar verzehnfacht. (Handelsblatt, 15.8.06: 23) Diese Strategie empfiehlt sich besonders in Zeiten unsicherer Zinsentwicklung. Da die Größe des renditesteigernden Hebeleffektes von dem Unterschied zwischen Gesamtrendite und Zinskosten abhängt, nimmt sie ab, wenn das Zinsniveau steigt. Das ist in den USA seit zwei Jahren der Fall, und deshalb kommt seitdem auch noch vermehrt PE- Kapital nach Europa. Nun steigen seit Anfang 2006 die Zinsen auch hier und weitere Steigerungen sind angekündigt. Das erhöht das Risiko, dass nach vier oder fünf Jahren die Eigenkapitalrendite nicht mehr so hoch ist. Es kommt also darauf an, die Zeit zu nutzen, in der die Zinsen noch relativ niedrig sind und schnell zu verkaufen. Schneller Ausstieg ist also angesagt, und eine Sonderdividende ist die Möglichkeit, das Kapital plus stattlicher Rendite schon nach zwei bis drei statt nach vier bis sieben Jahren zurückzuholen.

4. Verramschen der Unternehmen. In dem Masse, wie die finanzielle Belastung der Unternehmen durch die geschilderte Verschuldung steigt, wird es schwerer und schließlich unmöglich, die Unternehmen zu stabilisieren und auf einen ökonomisch tragfähigen Entwicklungspfad zu bringen. Daher werden sie auch keinen Käufer finden, der sie in eine strategische Orientierung einbindet. Um diese

Unternehmen dennoch loszuwerden und das verbliebene Kapital zu liquidieren, wird der PE Investor sie mit erheblichen Abschlägen an andere PE-Investoren verkaufen, die ihrerseits neuen Druck machen. Das Ende der Reihe kann dann das Verramschen des ruinierten Unternehmens an Fonds sein, die auf das Ausschachten und die Resteverwertung heruntergewirtschafteter Unternehmen spezialisiert sind (sog. Geierfonds). Diese sog. „secondary buy-outs“ haben in den letzten Jahren stark zugenommen. (Vgl. Schaubild 37)

Schaubild 37

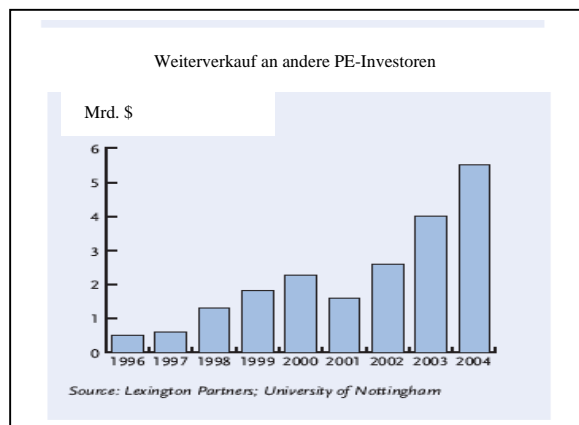


Schaubild 38

Exit	Mio. Euro	%	Unternehmen	%
Divestment durch Trade sales	383,04	20,6	86	12,0
Divestment durch IPO				
<i>davon in Deutschland</i>	116,55	6,3	8	1,1
<i>außerhalb Deutschlands</i>	0,00	0,0	0	0,0
Divestm. nach vorherigem IPO	317,81	17,1	25	3,5
Rückzahlung stiller Beteilig.	100,53	5,4	245	34,2
Rückz. Gesellschaftsdarlehen	153,40	8,2	41	5,7
Verkauf an Bet.-gesellschaften	389,46	20,9	27	3,8
Verkauf an Finanzinstitution	85,23	4,6	7	1,0
Totalverluste	191,51	10,3	199	27,8
Buy back von Ges.-anteilen	31,85	1,7	32	4,5
Sonstiges	94,05	5,0	47	6,6
Gesamtsumme	1.863,45	100,0	717	100,0

Quelle: BVK 2005

Die Geschädigten derartiger Strategien sind in der Regel nicht die Geldgeber und auch nicht die Manager der PE-Firmen, denn die haben ihr Geld schon vorab erhalten – als Sonderdividende und Managementgebühr. Die Geschädigten sind die Beschäftigten und oftmals auch die Zulieferer. Dass die Fälle von Weiterverkauf an andere PE-Investoren und Totalverluste keine seltenen Ausnahmen sind, zeigt Schaubild 38: Im Jahre 2005 traf eine von beiden Formen auf über 30% aller Beendigungen des Engagements von PE-Firmen in Deutschland zu.

2. 4 Hedgefonds

a. Definition

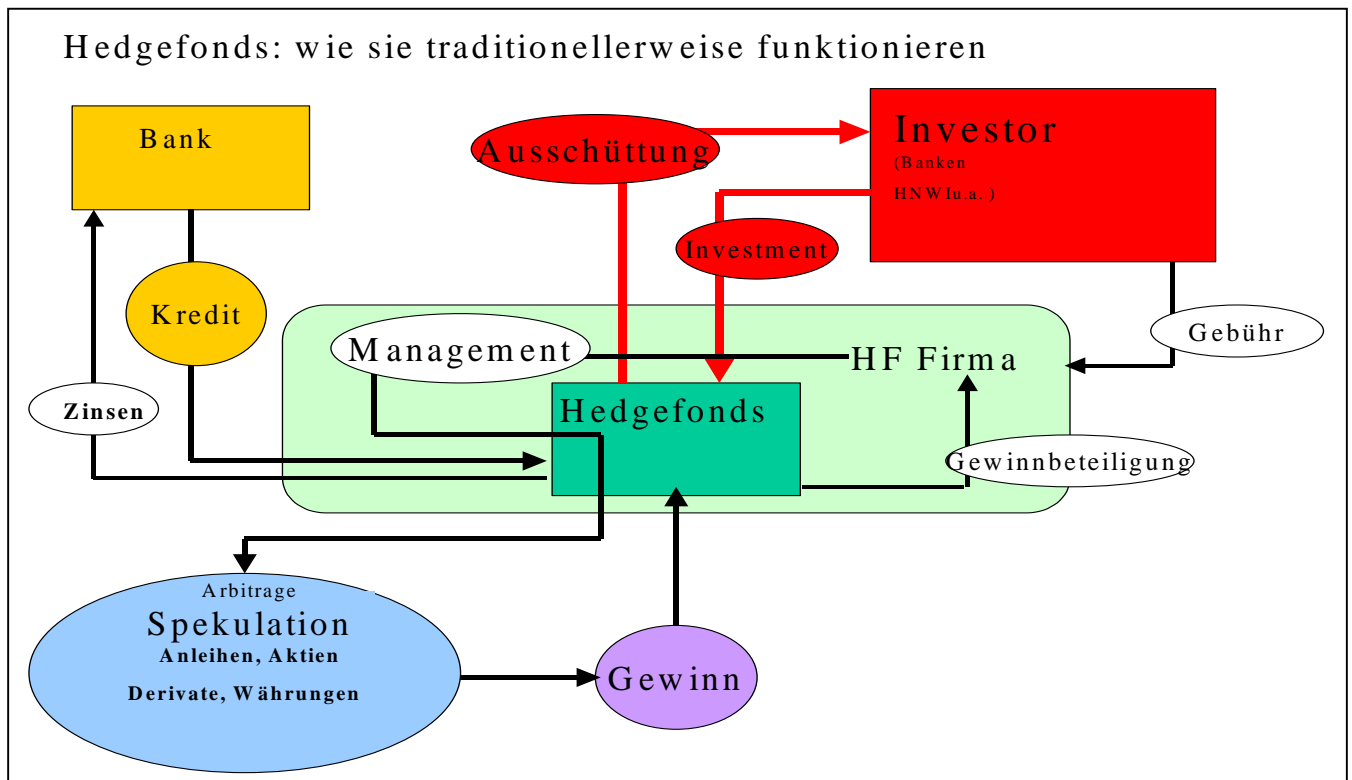
Hedgefonds sind nicht nur die jüngsten Finanzanleger, sondern auch die „innovativsten“. Letzteres zeigt sich z.B. darin, dass sie innerhalb der letzten Jahren ganz neue Strategien eingeschlagen haben. Bis vor drei Jahren konnte man einigermaßen sicher definieren:

Hedgefonds (HF) sind Unternehmen, die ihre Mittel überwiegend von sehr reichen Personen oder Banken erhalten und durch Spekulation mit hohem Risiko hohe Renditen erzielen oder Verluste erleiden.

Dem entsprach das Funktionsschema (vg. Schaubild 39), das in seinem oberen Teil dem von PE-Fonds ähnlich ist, sich aber dadurch unterscheidet, dass

- die Investition in die Aktien großer Unternehmen, in Staatsanleihen oder in Derivaten erfolgt,
- die Hedgefonds sich nicht in die Geschäftspolitik einmischen sondern auf Preisänderungen spekulierten, die sie durch konzentrierte Käufe oder Verkäufe von Wertpapieren beeinflussen konnten.

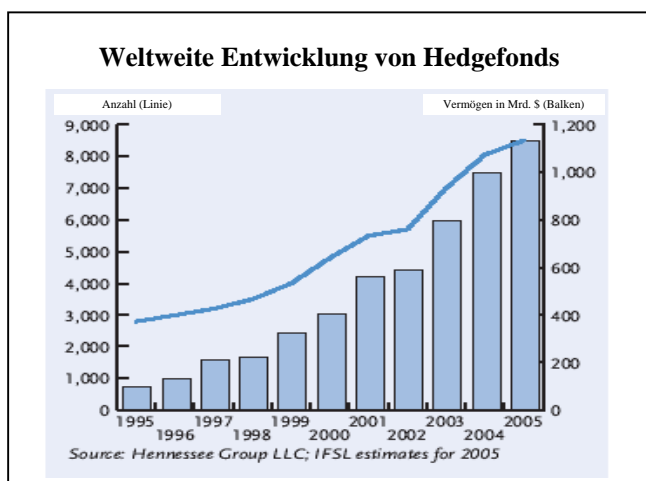
Schaubild 39



b. Entwicklung

Die Zahl der Hedgefonds nahm zwischen 1990 und 2006 von 127 auf 9000 zu, das von ihnen verwaltete Vermögen stieg von 8,5 Milliarden Dollar auf 1,2 Billionen Dollar. (Vgl. Eichengreen/Mathiesen 1998, S. 7; European Commission 2006b, S. 13, Schaubild 40)

Schaubild 40



Der Branchendienst Van Hedge Fund Advisors geht davon aus, dass es in 10 Jahren 6 Billionen sein werden. Ende 2005 verfügten Hedgefonds über 2,2% des insgesamt weltweit verwalteten Finanzvermögens von über 55 Mrd. Dollar. 1998 hatte dieser Anteil noch bei 0,7% gelegen. (Vgl. ebenda)

Die weltweit größten Hedgefonds kommen nach wie vor aus den USA:

Name	Kapital
D.E Shaw	19,3 Mrd.Dollar
Bridgewater Associates	18,7 Mrd. \$
Goldman Sachs Asset Management	15,3 Mrd.Dollar
Man Investments	14,2 Mrd. Dollar
Farallon Management	13,8 Mrd. Dollar.

Aber auch in diesem Bereich holt Europa auf: . Von 2002 bis 2005 stieg der aus Europa stammende Anteil des weltweiten Hedgefonds-Vermögens von 10% auf 25 %. (ebenda, Schaubilder 41 und 42).

Schaubild 41

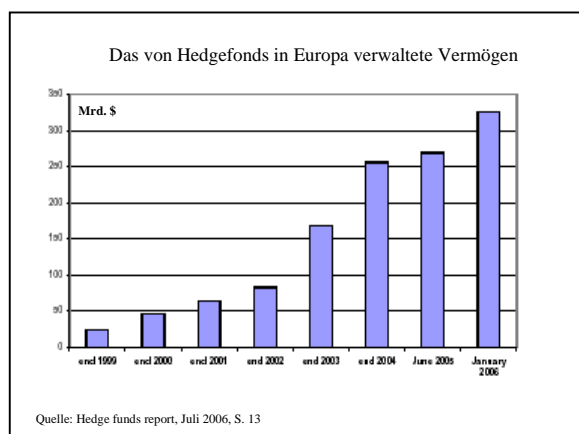
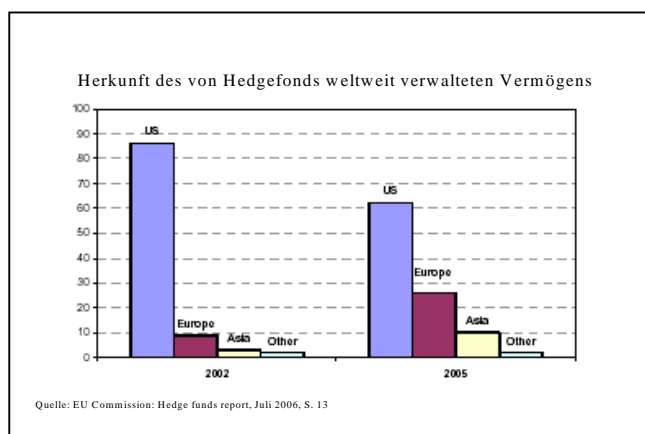


Schaubild 42



In den letzten Jahren ändert sich die Finanzierungsstruktur von Hedgefonds zunehmend zugunsten institutioneller Anleger. Ihr Anteil am Gesamtfondsvermögen der Hedgefonds lag im Jahre 2005 schon bei 26%, und es wird erwartet, dass er ab 2006 auf über die Hälfte der Zuflüsse steigt.(Vgl. European Commission, S.12)

c. Besonderheiten und Strategien

Erstens sind Hedgefonds dem *breiten Publikum nicht zugänglich*. Es gelten hohe Mindestanlageschwellen, die bei vielen Fonds bei über 10 Million Dollar liegen. Das Geld kam traditionell üblicherweise von sehr reichen Individuen und Banken (so hat z.B. die Weltbank 12,5% ihres Pensionsfonds von 12 Mrd. in HF angelegt). In letzter Zeit beteiligen sich aber auch institutionelle Anleger an Hedgefonds.

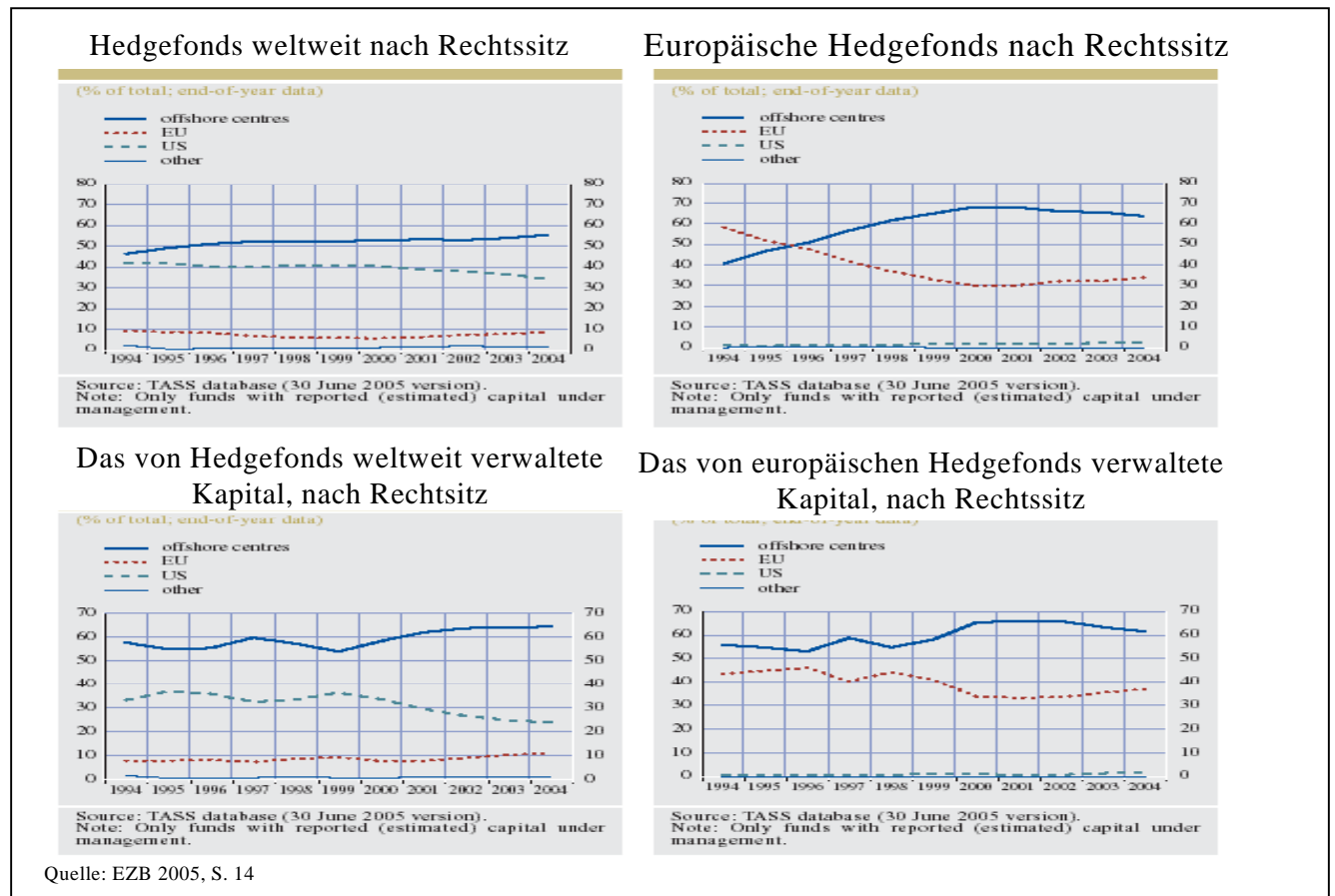
-Zweitens sind die *Kosten für die Anleger sehr hoch*. Die Managementgebühr liegt bei zwischen 2% und 5% der Anlagesumme, dazu kommt ein erheblicher – von 20% bis 40% reichender - Anteil am Fondsgewinn, der an die Manager geht.

Drittens gibt es für HF *keine Vorschriften und Beschränkungen hinsichtlich der Anlage* des von ihnen eingesammelten Kapitals

Viertens unterliegen HF traditionell *keinen Transparenz und Prospektvorschriften*.

Fünftens gehen Hedgefonds jedoch trotz dieser Liberalität lieber auf Nummer sicher und siedeln ihren rechtlichen Firmensitz überwiegend in sog. Offshore-Zentren an (Cayman-Inseln) in denen es keine Transparenz- und Anlagevorschriften gibt und die Steuern über dies entfallen oder sehr niedrig sind.

Schaubild 43



Weltweit sind Hedgefonds zu rund 55% in diesen Offshore Zentren und zu 35% in den USA angesiedelt. (Vgl. Schaubild 43) Die in Europa tätigen HF haben ihren Firmensitz sogar zu fast Zweifeldritteln offshore und nur zu einem Drittel in Europa.

Hedgefonds haben mittlerweile zwei Geschäftsmodelle entwickelt:

Das (traditionelle) erste Modell: Arbitrage und Finanzspekulation

Dieses Modell – dem die oben angeführte erste Definition von Hedgefonds entspricht – konzentriert sich auf die aktuellen und erwarteten Preise und Preisentwicklungen, zunächst von Aktien und Anleihen, dann von Währungen, Indices, Derivaten und allen möglichen Gegenständen und „strukturierten“ Produkten.

Die Spekulationsmodelle in ihren verschiedenen Formen und Kombinationen haben immer die Gleiche Grundgestalt. Wenn die Manager Kurssenkungen erwarten, verkaufen sie eine Aktie, die sie gar nicht haben, zu einem späteren Termin (z.B. drei Monate) zu einem jetzt festgelegten Preis (Basispreis) der über dem liegt, den sie zu diesem Termin erwarten. Gehen ihre Erwartungen auf, dann kaufen sie an dem vereinbarten Liefertag die Aktien an der Börse zum niedrigen Preis und verkaufen sie zum höhe-

ren Basispreis. Derselbe Effekt tritt auch ein, wenn sich der Spekulant heute eine bestimmte Menge Aktien leiht, die sofort verkauft und am Rückgabetag die gleiche Menge wieder billiger einkauft und zurückgibt. Oder er kauft eine sogenannte put Option, d.h. das Recht, aber nicht die Pflicht, in drei Monaten das Papier zu einem jetzt verabredeten Kurs zu verkaufen, der über dem erwarteten Kurs liegt. Umgekehrt umgekehrt.

Wenn steigende Kurse erwartet werden, verpflichtet sich der Spekulant, zu einem bestimmten Termin ein Wertpapier zu einem bestimmten Preis zu kaufen, das er, wenn die Kurse inzwischen erwartungsgemäß gestiegen sind, im gleichen Augenblick wieder teurer verkaufen kann. Wenn die Spekulation nicht aufgeht, dann muss er die Kontrakte dennoch bedienen, muss also zu einem höheren als dem Marktpreis einkaufen.

Das zweite und neue Geschäftsmodell: „Aktionärs-Aktivismus“

Dieses Modell ist erst in den letzten beiden Jahren entwickelt worden. Dabei kaufen HF sich mit kleinen Anteilen in große Unternehmen ein. Auch wenn die Beteiligungen prozentual gering sind - 2 oder 3 Prozent – können sie in Unternehmen mit breitem Streubesitz doch von großer Bedeutung sein, insbesondere dann, wenn mehrere Hedgefonds in das gleiche Unternehmen einsteigen und eine gleichgerichtete Strategie verfolgen. Nach einem Bericht der Financial Times Deutschland vom vorigen Jahr sind Hedgefonds mittlerweile an der Mehrzahl der deutschen Dax-Konzerne beteiligt, u.a. an Daimler Chrysler, MAN, Deutsche Telekom. Sie halten nach der gleichen Quelle im Durchschnitt 20% der Aktien der Dax-Unternehmen. Diese Zahlen kommen zustande, wenn mehrere HF sich mit kleinen Anteilen an den Konzernen beteiligen. Sechs HF mit jeweils 4% kommen schon auf einen Kapitalanteil von knapp einem Viertel. Das reicht in der Regel aus, um die Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft zu dominieren. Als Aktionäre üben die Hedgefonds Druck auf das Management und die Unternehmenspolitik aus. Dieser Druck hat zum Ziel, die Unternehmen ganz auf die Steigerung der Aktienkurse und die möglichst vollständige Ausschüttung der Gewinne als Dividenden zu trimmen. Ein hoher „Return on Investment“ für die Geldgeber ist ihr Ziel, denn davon hängt auch ihre eigene Vergütung ab.

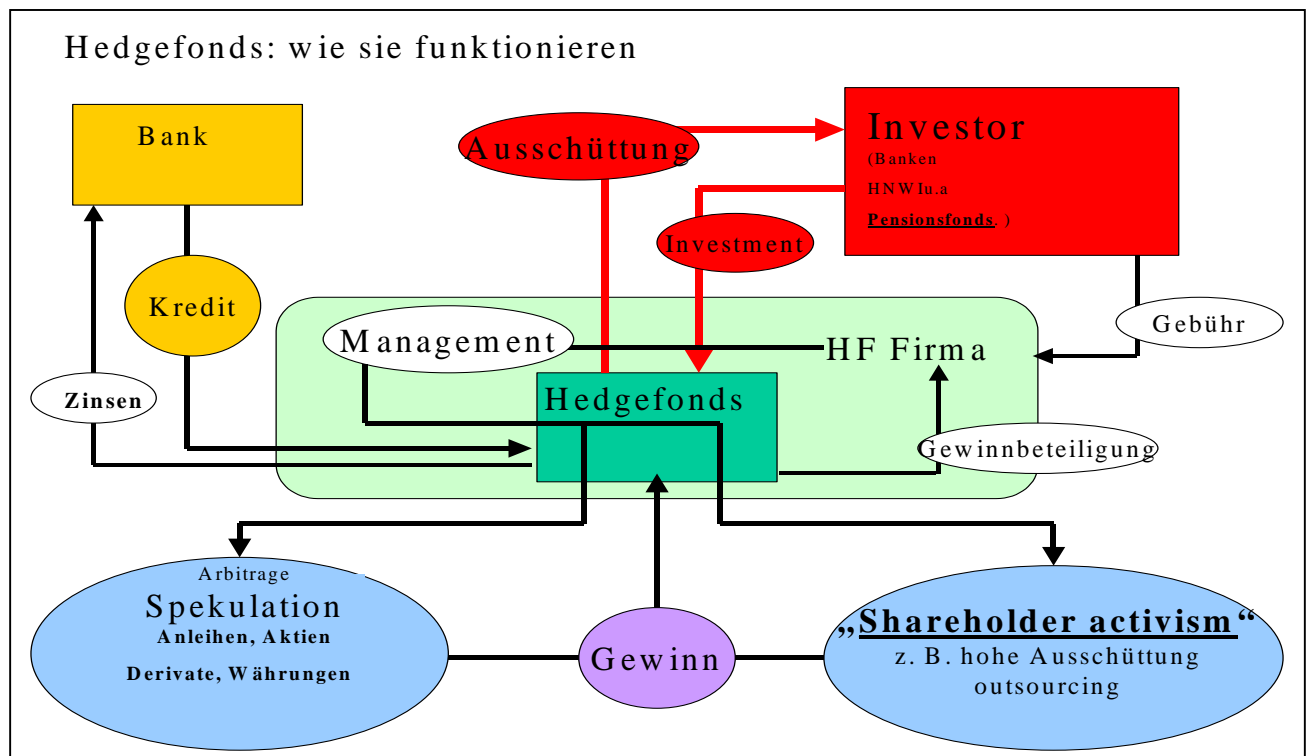
Die traditionelle Definition ist also mittlerweile in doppelter Hinsicht überholt und muss ergänzt werden:

HF sind Unternehmen, die Mittel von Banken, sehr reichen Personen und Pensionsfonds erhalten und damit kreditverstärkt

- a. Wertpapierspekulation mit hohem Risiko und Renditen (oder Verlusten) betreiben (Spekulation) *und/oder*
- b. Minderheitsbeteiligungen in börsennotierten Großunternehmen kaufen und durch Aktionärs-Aktivismus für schnelle und hohe Dividendenausschüttungen sorgen. Es geht um cash.

Dieser erweiterten Definition entspricht ein erweitertes Funktionsschema der Hedgefonds, das ihre beiden Strategiesäulen verdeutlicht (Schaubild 44).

Schaubild 44



Sehr oft gibt es auch eine Kombination beider Strategien: Wenn Hedgefonds z.B. als Minderheit Stimmung gegen eine geplante Übernahme durch ein anderes Unternehmen machen, können sie den Kurs hochtreiben und dann durch Verkauf ihrer Aktien Kasse machen. (Beim Kauf von Arcelor durch Mittal lag der letztliche Kaufpreis vom Juni 2006 beispielsweise auf Grund der Aktivität von Hedgefonds um 40% höher als das erste Angebot vom Januar 2006).

d. Probleme

Von den Strategien der Hedgefonds gehen drei Probleme aus

Erstens: Destabilisierung und Finanzkrisen: Die Spekulationen der Hedgefonds können über Herdenverhalten und Ansteckungseffekte Folgen haben, die weit über den Kreis der unmittelbaren Anleger hinausgehen. Sie können zur Entwicklung von Spekulationsblasen und massenhaften Finanzanlagen in Ländern und Bereichen führen, die derartige Zuflüsse überhaupt nicht verkraften können. Wenn eine solche Blase platzt, sind davon nicht nur die spekulativen Anleger, sondern auch die Banken betroffen, die ihnen Kredite gegeben haben. Bankenkrisen lösen oft Kettenreaktionen aus, die zu allgemeinen Kredit- und Finanzkrisen führen. Davon sind dann auch die produzierende und Dienstleistungswirtschaft betroffen. Die Jahrzehnte der Liberalisierung der Finanzmärkte und des Aufstiegs der Finanzinvestoren waren und sind gleichzeitig Zeiten neuer Instabilität der Finanzsysteme und zunehmender Finanzkrisen.

Zweitens: Druck auf Unternehmen. Aktionärs-Aktivismus kann das Management unter Druck setzen, seine Politik ausschließlich an der schnellen Kurssteigerung und an der möglichst vollständigen Ausschüttung der Unternehmensgewinne auszurichten. Dadurch werden langfristige Investitionen und Modernisierungen vernachlässigt und die Qualität der Unternehmen und seiner Produkte nimmt ab. Dass dadurch auch die Gewinnaussichten und letztlich das Überlebenschancen des Unternehmens ge-

fährdet werden, muss Finanzinvestoren nicht beunruhigen, solange sie in der Lage sind rechtzeitig aus den jeweiligen Unternehmen auszusteigen. Eine solche Politik der verbrannten Erde ist profitabel für die Hedgefonds und ihre Geldgeber, aber schädlich für die Unternehmen und die Wirtschaft der Länder, in denen sie an gesiedelt sind.

Drittens: Ansteckung der institutionellen Investoren. Die Aktivität von Hedgefonds kann andere Finanzinvestoren – insbesondere die großen institutionellen Anleger – dazu treiben, ihrerseits eine Strategie gegenüber den Unternehmen, in denen sie investieren, einzuschlagen, die sich der Hedgefondsstrategie immer stärker annähert. Denn als überwiegend privat organisierte Unternehmen stehen sie unter dem Druck von Hedgefonds, die den Geldgebern schnelle und hohe Renditen versprechen und dieses Versprechen bei den Unternehmen, in denen sie sich engagieren, ohne Rücksicht auf die langfristigen Folgen durchsetzen können. Das schafft Begehrlichkeiten bei den Geldgebern, SparerInnen und Beitragszahlerinnen, soweit diese die Wahl haben, die Anlage ihrer Ersparnisse und Rentenbeiträge selbst auszuwählen. Der hieraus resultierende Druck veranlasst institutionelle Anleger dazu, gegen bestehende Anlagebeschränkungen Sturm zu laufen und ihre Abschaffung oder deutliche Lockerung zu verlangen.

Diese Probleme liegen also nicht ausschließlich im Verhalten der HF, sondern in dem *Ansteckungseffekt*. Sie üben Druck auf die Investmentfonds, die Versicherungen und die Pensionsfonds aus, sich entweder wie HF zu verhalten, oder ihr Geld zunehmend in HF zu investieren.

3. Zusammenfassung und Schlussfolgerungen

Die Ausführungen dieses Vormittags möchte ich in vier Punkten zusammenfassen, an die ich als fünften einige politische Schlussfolgerungen anhängen.

1. Das Finanzvermögen in den kapitalistischen Ländern steigt in dem Maße wie
 - sie erstens einen gewissen Reifezustand erreichen, in dem der Kapitalstock weitgehend aufgebaut ist und immer effizienter wird
 - zweitens die soziale Sicherung zunehmend über privates (Zwangs)Sparen (in Pensionsfonds, Kranken- und Lebensversicherungen) organisiert wird
 - drittens durch Umverteilung von unten nach oben der nicht konsumtiv (und daher letztlich auch der nicht investiv) verwendete Teil des Volkseinkommens ansteigt.

Es bildet sich an der Spitze der Einkommens- und Vermögenspyramide ein Finanzkropf, der weit über die Notwendigkeit und Möglichkeiten der Finanzierung von reproduktiver Investitionen hinausgeht, aber doch Anspruch auf Verwertung erhebt.

2. Zum Management dieses steigenden Finanzvermögens und um es so weit wie möglich in produktive Verwendung zu lenken, bildet sich ein spezieller privater Dienstleistungssektor heraus, die institutionellen Anleger. Sie stehen als private Unternehmen in Konkurrenz zueinander. Ihr Einkommen besteht überwiegend aus Managementgebühren und hängt daher wesentlich vom Umfang der betreuten Finanzvermögen ab. Die institutionellen Anleger unterliegen bestimmten Regulierungen und Beschränkungen, deren Zweck es ist, die Sicherheit (und Rückholbarkeit) des durch sie verwalteten Geldes zu gewährleisten.

3. Mit weiter steigenden Finanzvermögen – insbesondere wegen fortschreitender Umverteilung und der Teilprivatisierung der Rentensysteme in Kontinentaleuropa – wird es für die traditionellen institutionellen Anleger immer schwieriger, die von den Geldgebern verlangte Rendite zu erzielen. In dieser

Situation treten neue Finanzunternehmer auf den Plan, die nach Schumpeterscher Manier Innovationen in die Branche einführen.

- Sie erschließen *neue Märkte*: Als *Private Equity* Unternehmen dringen sie in neue Bereiche vor, nämlich in die der nicht börsennotierten (in der Regel mittelgroßen) Unternehmen, die den traditionellen Anlegern durch Regulierung verschlossen sind
- Sie entwickeln *neue Geschäftsmodelle*:
 - PE entwickeln das Zyklusmodell Kauf – Bearbeitung – Verkauf von Unternehmen
 - HF entwickeln Methoden spekulativer Geldvermehrung und Aktionärs-Aktivismus

4. Mit zunehmendem Erfolg ihrer Innovationen dringen die neuen Unternehmer auch in die traditionellen Bereiche der institutionellen Anleger vor. Sie holen sich Kapital von den Börsen und dringen in die großen börsennotierten Unternehmen ein, die den Kern der produktiven Ökonomie ausmachen. Das hat drei problematische Konsequenzen

- *Erstens* wird der Druck auf die Unternehmen größer, mehr Rendite zu produzieren und an die Aktionäre auszuschütten. Die schärfere Konkurrenz zwischen alten und neuen Finanzanlegern führt dazu, dass auch diese „statischen Wirte“ die neuen Methoden anwenden (müssen), um ihre Geldgeber nicht als Kunden zu verlieren. Die Folgen für die Beschäftigten (niedrigere Löhne, härtere Arbeitsbedingungen) und Verbraucher (höhere Preise) sind absehbar.

- *Zweitens* nimmt der Druck auf den Regulierungsrahmen zu, und die Forderung nach De-Regulierung und unbeschränkter Anlagefreiheit gewinnt an politischem Gewicht. Ihre Durchsetzung ist mit den verschiedenen Finanzmarktförderungsgesetzen auf europäischer und auf deutscher Ebene bereits ein gutes Stück vorangekommen, wenn auch noch nicht alle Dämme gebrochen sind.

- *Drittens* wird die De-Regulierung der Spekulation noch weiter Tür und Tor öffnen, die Instabilität der Finanzmärkte, die Gefahr von Turbulenzen und Finanzkrisen weiter steigern, die heute schon erheblich sind und sogar von konservativen internationalen Finanzinstituten wie dem IWF beklagt werden. Finanzkrisen aber haben auch verheerende Wirkungen auch für den nichtfinanziellen Sektor, für Beschäftigung und soziale Sicherheit der Menschen

5. Gegen diese unerfreulichen Perspektiven der Herrschaft von Finanzinvestoren können und sollten politische Vorkehrungen getroffen werden. Sie sollten darauf hinauslaufen

- die Unternehmen einerseits gegen räuberische Übernahmen mit anschließender Ausschlachtung und Verramschung ebenso wie gegen permanenten Druck zur Steigerung des Aktienkurses zu schützen,

- den Regulierungsrahmen für Transparenz sowie für die Anlagebeschränkungen für alle Arten von Finanzinvestoren nicht zu lockern, sondern zu straffen, z.B. durch das Verbot für alle institutionellen Anleger, in Private Equity Firmen und Hedgefonds zu investieren,

- die Maßnahmen zur Vorbeugung und zur Bekämpfung von Finanzkrisen durch schärfere Finanzaufsicht, die Besteuerung kurzfristiger Transaktionen und die Zulassung von Kapitalverkehrskontrollen zu verstärken, sowie letztlich

- die Ursache der explosionsartigen Entwicklung der Finanzmärkte zu beseitigen, indem durch die Stabilisierung und den Ausbau umlagefinanzierter Rentensysteme und vor allem eine gerechtere Verteilung von Einkommen und Vermögen die Entstehung überschüssiger und unproduktiver Liquidität verhindert wird.

Literaturhinweise (deutschsprachig)

Böttger, Ch. (2006), Strukturen und Strategien von Finanzinvestoren, Hans Böckler Stiftung, Arbeitspapiere 120, Düsseldorf

Deutscher Bundestag (Hg., 2002): Schlussbericht der Enquête-Kommission Globalisierung der Weltwirtschaft, Opladen 2002

Deutschmann, Ch. (2005): Finanzmarkt-Kapitalismus und Wachstumskrise, in: Paul Windolf (Hg.), Finanzmarkt-Kapitalismus, a.a.O., S. 58-84

Dörre, K und Brinkmann U. (2005): Finanzmarkt-Kapitalismus : Triebkraft eines flexiblen Produktionsmodells?, in: Paul Windolf (Hg.) Finanzmarkt-Kapitalismus, a.a.O., S. 85-116

Huffschmid, J. (2002): Politische Ökonomie der Finanzmärkte, Hamburg

Kamp,L. und Krieger, A. (2005): Die Aktivitäten von Finanzinvestoren in Deutschland, Hans Böckler Stiftung , Arbeitspapier 103, Düsseldorf

Windolf, P. (Hg., 2005): Finanzmark-Kapitalismus. Analysen zum Wandel von Produktionsregimen, Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie, Sonderheft 45/2005

-