

Finanzinvestoren: „Die neuen Könige des Kapitalismus“

**Vortrag DGB-Betriebsgruppe SAP
Walldorf, 18.09.2007**

**Michael Schwemmle
Input Consulting GmbH Stuttgart
www.input-consulting.com**

- I. Finanzinvestoren – ein aktuelles Phänomen und weit mehr als das ...**
 - Begriff und Kategorien
 - Charakteristika und Strategien
 - Risiken und Konsequenzen
 - ein Fallbeispiel
 - Trends und Probleme
 - Folgen der aktuellen Turbulenzen an den Finanzmärkten
- II. Finanzinvestoren – auch für SAP ein Thema?**
- III. Regulierungsansätze und Möglichkeiten von Interessenvertretungen**

I. Finanzinvestoren – ein aktuelles Phänomen und weit mehr als das ...

- **Finanzinvestoren sind binnen kurzem ins Zentrum öffentlicher Aufmerksamkeit geraten – einige Beispiele aus jüngerer Zeit:**
 - Cerberus übernimmt Chrysler
 - Blackstone geht an die Börse
 - G8 fordern „freiwillige Selbstkontrolle“ von Finanzinvestoren
 - Rekordzuflüsse an Private-Equity-Fonds (260 Mrd. USD in H1/07)
 - Beteiligungsgesellschaften und Hedge-Fonds im Sog der US-Hypothekenkrise
- **Ihr rasanter Aufstieg trägt Züge eines „Hypes“, ist aber weit mehr als nur ein aktuelles, medial gepushtes Phänomen.**
- **Finanzinvestoren**
 - sind – zumindest als Bieter – derzeit an faktisch jeder Unternehmenstransaktion beteiligt
 - forcieren tief greifende Umwälzungen im System der Unternehmensfinanzierung, -kontrolle und -führung
 - wirken über ihren unmittelbaren Einflussbereich hinaus auch für andere Unternehmen „stilbildend“
 - gelten als „die neuen Könige des Kapitalismus“ (Economist)
 - stehen in zunehmendem Maße in der Kritik („Heuschrecken“)

Begriff und Kategorien

- **Finanzinvestoren sind Unternehmen, die Vermögensbestände institutioneller Anleger (Pensionsfonds, Versicherungen, Banken, Stiftungen) sowie reicher Einzelpersonen in Fonds sammeln und diese – gegen Gebühren und / oder Gewinnbeteiligung – auf Kapitalmärkten anlegen.**
- **Zu unterscheiden sind u.a. folgende Kategorien:**
 - **Investmentbanken, z.B. Goldman & Sachs**
 - **Beteiligungsgesellschaften („private equity“), z.B. Blackstone**
 - **Hedge-Fonds, z.B. TCI**
 - **REITs („real estate investment trusts“), z.B. Fortress**
- **Die Beteiligungsgesellschaften lassen sich nach Art der von ihnen verwalteten Fonds u.a. klassifizieren in:**
 - **Venture-Capital-Fonds (Finanzierung von Unternehmen im Gründungsstadium)**
 - **Buy-out-Fonds (Übernahme von Unternehmen zum Zwecke der Restrukturierung und mittelfristigen Veräußerung)**
- **Die Grenzen zwischen den unterschiedlichen Kategorien von Finanzinvestoren werden allerdings zunehmend fließend.**

Charakteristika und Strategien

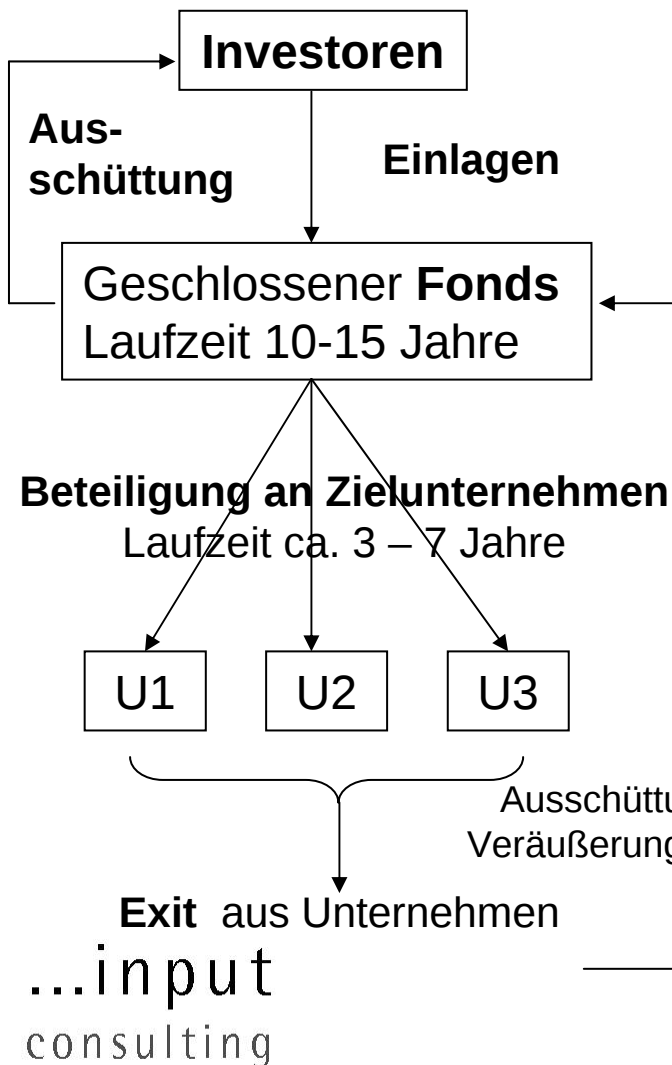
■ Finanzinvestoren

- betrachten ihr Investment „als reine Kapitalanlage“ (Kamp / Krieger 2005) mit dem Ziel einer maximalen Rendite für Anleger und Fondsbetreiber
- haben kein originäres Interesse am Produkt ihrer Anlageziele
- verfolgen überdurchschnittlich hohe Renditeerwartungen
- streben nach kurz-, allenfalls mittelfristigem Return on Investment
- sind nicht an einem dauerhaften Verbleib in Unternehmen interessiert („Exit-Orientierung“)
- wollen nicht mit, sondern an Unternehmen verdienen

■ Strategien und Verhaltensmuster von „private equity“

- Einstieg in ertragsstarke, an der Börse unterbewertete Unternehmen mit „Restrukturierungspotenzial“
- partielle Finanzierung des Beteiligungserwerbs durch Kredite, Schuldenübernahme durch das erworbene Unternehmen („leveraged buy-out“)
- Übernahme von Positionen in Aufsichtsgremien, Druck auf das Management, auch personelle Veränderungen im Management
- Verkauf von Unternehmensteilen
- schnelle „Rekapitalisierung“ („recaps“) durch Ausschüttungen und Sonderdividenden, oft bei gleichzeitiger Kreditaufnahme

Charakteristika und Strategien: Das Grundmodell von „private equity“



Pensionsfonds, Versicherungen, Stiftungen, vermögende Privatpersonen, Unternehmen

Kapitalsammlung in Fonds. Fonds bei Erreichen geplanter Kapitalgröße „geschlossen“. Anzahl Investoren begrenzt. Kapitaleinlage mit hohen Beträgen.

Leveraged Buy Out: 60-90% Fremdfinanzierung, Überwälzung Schulden auf Zielunternehmen, Weitergabe von Kreditpaketen durch Banken

Steigerung „Unternehmenswert“: Heben stiller Reserven, Verkauf Unternehmensteile / Vermögensgegenstände, Unternehmensumgestaltung, Produktivitätssteigerungen

**Börsengang (IPO), Weiterverkauf, Refinanzierung
Angestrebte Renditen ca. 20-30 % pro Jahr**

Charakteristika und Strategien: Die Kriegskassen

- **Die aktuell größten Fonds der „Firmenjäger“:**
 - **Blackstone 21,7 Mrd. USD**
 - **2/3 des Volumens für Unternehmenskäufe im Wert von 84 Mrd. USD investiert**
 - **Goldman Sachs 20,0 Mrd. USD**
 - **KKR 16,6 Mrd. USD**
 - **Carlyle 15,0 Mrd. USD**
 - **TPG 15,0 Mrd. USD**
 - **Apollo 15,0 Mrd. USD**
- **Insgesamt haben PE-Unternehmen rund 700 Mrd. USD zur Verfügung. Hedge-Fonds verwalten weltweit ein Vermögen von rund 1.700 Mrd. USD.**
- **„Würden Hedge-Fonds alle 30 Dax-Konzerne auf einmal schlucken, blieben immer noch 300 Milliarden Dollar übrig.“ (SZ, 29.06.2007)**
- **Um die „Hebelwirkung“ dieser Mittel einzuschätzen, muss bedacht werden, dass diese i.d.R. durch Kredite vervielfacht und häufig in „club deals“ mehrerer Investoren zusammengeführt werden.**

Risiken und Konsequenzen

- Für die Finanzmärkte besteht angesichts der Welle von schuldenfinanzierten Übernahmen und einer „nachlassenden Kreditdisziplin“ (IWF) die Gefahr von Kreditausfällen und entsprechenden Kettenreaktionen mit der Folge einer globalen Kreditkrise.
- Für die Unternehmen droht häufig
 - der Entzug liquider Mittel und eine hohe Verschuldung
 - die Vernachlässigung langfristiger und nachhaltiger Investitionen - u.a. in Forschung und Entwicklung und Qualifizierung
 - Filetierung, Zerschlagung und rasche Weiterveräußerung
- Für die Beschäftigten verbindet sich mit dem Engagement von Finanzinvestoren oft die Gefahr
 - massiver Kostensenkungsprogramme
 - einer Abkehr von Mitbestimmungskulturen und eines verschärften Konfrontationskurses des Managements
 - des Verkaufs von Unternehmen(steilen)
 - des Verlustes von Arbeitsplätzen
- Von übergreifender Bedeutung sind Ansteckungseffekte und Rückwirkungen auf Maßstäbe und Verhalten traditioneller Anleger und (noch) nicht betroffener Unternehmen.

Ein (untypisches?) Fallbeispiel: Blackstone / Deutsche Telekom AG

- Zeitpunkt des Einstiegs: 04/2006
- Zeitpunkt des Ausstiegs: offen
- Form des Engagements:
 - Minderheitsbeteiligung (4,5%) zum Preis von 2,68 Mrd. EUR (zu 85% kreditfinanziert)
 - Einflussnahme u.a. im Aufsichtsrat („shareholder activism“)
- Entwicklungen seit Einstieg (u.a.):
 - Ablösung des Vorstandsvorsitzenden
 - Berufung des Personalvorstands gegen AN-Stimmen
 - Ausrichtung auf „Cash-Optimierung“
 - 2mal in Folge höchste Dividendensumme und höchste Dividendenrendite aller Dax-Konzerne
 - Verkäufe von Konzernteilen
 - Forcierung des Personalabbaus
 - Ausgliederung von 50.000 Beschäftigten in Servicegesellschaften mit verschlechterten Konditionen
 - ...

Trends und Probleme

- zunehmende Kritik – auch in UK und USA, auch von Finanzmarktakteuren (z.B. Moody's, Deutsche Bank)
- politische Initiativen für Regulierungen, Verhaltenskodizes und den Abbau von Steuerprivilegien
- Börsengänge (Fortress, Blackstone) erzwingen Transparenz, erfüllen nicht die Erwartungen
- massiver Konkurrenz- und Anlagedruck, Mangel an attraktiven Zielunternehmen, Anstieg der Übernahmepreise
- steigendes Zinsniveau erschwert „leveraged buy-outs“
- Häufung skeptischer Einschätzungen:
 - „Menetekel für Firmenjäger: ... Besser wird es für die Beteiligungsbranche nicht kommen, sie wird Opfer ihres Erfolges.“ (SZ 22.06.2007)
 - „Die goldene Ära ist vorbei ...“ (David Rubenstein von Carlyle; SZ 22.08.2007)
 - „Private-Equity-Branche schrumpft auf Normalmaß.“ (FTD 14.09.2007)

Folgen der aktuellen Turbulenzen an den Finanzmärkten

- „Rückkehr der Vernunft“ bei Kreditgebern, neue Balance von Gier und Angst am Kapitalmarkt, erschwerte Weitergabe von Kreditpaketen durch Banken
- kurzfristige Folgen für Finanzinvestoren:
 - teurere Kredite wg. höherer Zinsen und Risikoaufschlägen
 - erhöhte Sicherheitsforderungen der Kreditgeber
 - Nachverhandlungen und Absagen von Deals
- mittelfristige Folgen für Finanzinvestoren:
 - kürzere „Hebel“
 - sinkende Renditen – auf „vielleicht 20 oder 22 Prozent ...“ (David Rubenstein von Carlyle; SZ 22.08.2007)
 - Konsolidierung
 - fallende Preise für Übernahmen
 - vorübergehende Verhaltensmodifikationen (?)
 - größeres Augenmerk auf „operative Verbesserungen“ in den Zielunternehmen?
 - weniger Übernahmen, mehr Minderheitsbeteiligungen?
 - stärkere Orientierung auf sichere Investments bei großen, börsennotierten Konzernen?

II. Finanzinvestoren – auch für SAP ein Thema? Fakten ...

- SAP ist – wie alle großen Unternehmen – den Maßstäben des Kapitalmarktes unterworfen. Diese werden in zunehmendem Maße durch Finanzinvestoren geprägt.
- Zu den Anteilseignern von SAP gehören seit längerem auch Hedge-Fonds. (Werner Brandt (CFO) laut SAP-Info 18.08.2005)
- Die Marktkapitalisierung von SAP liegt aktuell bei rund 52 Mrd. EUR.
- Ca. 30% der SAP-Aktien sind im Besitz von drei Gründern.
- Der Kurs der SAP-Aktie hat sich – nach einem zwischenzeitlichen Rückgang auf 33 EUR – mittlerweile deutlich erholt.
- Die SAP-Unternehmensstrategie ist bis dato vergleichsweise langfristig orientiert (z.B. „Mittelstandsinitiative“).
- In der jüngeren Vergangenheit kursierten Gerüchte über einen Einstieg des Finanzinvestors Silver Lake bei SAP.
- In einer Rangliste der Dax30-Konzerne (Dt. Vereinigung für Finanzanalyse; Capital 05/07) zur Wahrscheinlichkeit einer Übernahme durch Finanzinvestoren landete SAP auf Platz 10.

... und Mutmaßungen

- Eine komplette oder mehrheitliche Übernahme von SAP durch Finanzinvestoren erscheint gegenwärtig unwahrscheinlich.
- Eher denkbar dürfte der Erwerb von Minderheitsanteilen an SAP – etwa nach dem Muster Blackstone / Telekom – sein.
- Für Finanzinvestoren – und deren Kreditgeber – könnte die Attraktivität eines SAP-Investments („sicherer Hafen“) im Gefolge der aktuellen Turbulenzen an den Kapitalmärkten zumindest vorübergehend steigen.
- Im Falle des Ausbaus ihrer Einflusspositionen würden sich Finanzinvestoren bei SAP im Spannungsfeld zwischen kurzfristiger Shareholder- und nachhaltiger Stakeholder-Value-Orientierung nicht anders verhalten als in anderen Unternehmen.

III. Regulierungsansätze und Möglichkeiten von Interessenvertretungen

- **Regulierungsansätze politisch-rechtlicher Natur**
 - Abbau steuerlicher Privilegien
 - Erhöhung der Transparenz
 - Begrenzung der Schuldenaufnahme bzw. -überwälzung
 - Begrenzung von Sonderausschüttungen
 - Stimmrechtsbeschränkungen für Neueinsteiger
 - Begrenzung der Investitionsmöglichkeiten von Pensionsfonds in hochspekulative Anlagen
 - Verhaltenskodizes
 - ...
- **Handlungsmöglichkeiten von ArbeitnehmerInnen und Gewerkschaften auch als Anleger?**
- **Beurteilungskriterien für Betriebsräte und Belegschaften:**
 - bisherige Erfahrungen mit dem Investor
 - geplante Verschuldung
 - Strategie: Investitionen, Personalabbau, Verlagerung?
 - Ausstiegskonzept
- **Verkauf Kion (Gabelstaplersparte von Linde) an KKR und Goldman Sachs als positives Beispiel?**