

Finanzinvestoren: „die neuen Könige des Kapitalismus“

**Vortrag IG Metall Heidelberg
Ortsvorstandsklausur am 03.07.2007**

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

- 01 - Ein aktuelles Phänomen – und weit mehr als das ...**
- 02 - Vom Industrie- zum Finanzmarktkapitalismus**
- 03 - Begriff und Kategorien**
- 04 - Charakteristika und Strategien**
- 05 - Akteure, Deals, Dimensionen**
- 06 - Fallbeispiele**
- 07 - Risiken und Konsequenzen**
- 08 - Aktuelle Trends und Probleme**
- 09 - Regulierungsansätze**
- 10 - Gewerkschaften und Finanzinvestoren**

Ein aktuelles Phänomen – und weit mehr als das ...

- **Finanzinvestoren sind binnen kurzem ins Zentrum öffentlicher Aufmerksamkeit geraten – einige Beispiele aus jüngster Zeit (Mai / Juni 2007):**
 - Cerberus übernimmt Chrysler
 - Blackstone geht an die Börse
 - Zwei Hedge-Fonds von Bear Stearns geraten in Schieflage
 - Bundesregierung bereitet Private-Equity-Gesetz vor
 - Gewerkschaften fordern Regulierung von Finanzinvestoren
- **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)

Ein aktuelles Phänomen – und weit mehr als das ...

- **Mit der steigenden ökonomischen Bedeutung von Finanzinvestoren wächst die Kritik an ihrem Gebaren:**
 - „Manche Finanzinvestoren verschwenden keinen Gedanken an die Menschen, deren Arbeitsplätze sie vernichten. Sie bleiben anonym, haben kein Gesicht, fallen wie Heuschreckenschwärme über Unternehmen her, grasen sie ab und ziehen weiter.“ (Franz Müntefering, Bild am Sonntag, 17.05.2005)
 - „Zugleich mit dem Spekulationismus erleben wir einen Verlust an Anstand und Moral. Kreditfinanzierte Übernahmen gut gehender Unternehmen ... sind an der Tagesordnung. Dazu kommt noch eine grandiose Selbstbereicherung. Finanzmanager treten als Eigentümer auf und entscheiden zum eigenen kurzfristigen Vorteil über das Schicksal eines fremden Unternehmens und all seiner Mitarbeiter. ... Man darf von Raubtierkapitalismus sprechen.“ (Helmut Schmidt, Die Zeit, 01.02.2007)
 - „Müntefering habe die Finanzinvestoren aus einem Bauchgefühl heraus als Heuschrecken bezeichnet. „Aber ich finde das gar nicht schlecht, dieses Bauchgefühl.““ (Horst Köhler, FTD, 26.06.2007)
- **Blieb die Skepsis gegenüber Finanzinvestoren zunächst auf Deutschland begrenzt, so hat sie nun auch in Großbritannien und den USA erheblich an Dynamik gewonnen.**

Der Hintergrund: Vom Industrie- zum Finanzmarktkapitalismus

- **Finanzinvestoren sind heute die Speerspitzen einer Transformation im Machtgefüge kapitalistischer Ökonomien, wie sie sich in den letzten Jahrzehnten vollzogen hat:**
 - Liberalisierung der weltweiten Finanzmärkte
 - Entstehung großer Investitions- und Pensionsfonds
 - Ausdehnung liquider Mittel durch Privatisierung sozialer Risiken und Umverteilung von unten nach oben
 - Aufstieg der Shareholder-Value-Ideologie, Relativierung der Trennung von Eigentum und Kontrolle („shareholder activism“)
 - Wandel der Finanzierungsstrukturen von Unternehmen: Rückgang bankengestützter Finanzierung (Kredite von „Hausbanken“), Zunahme börsengestützter Finanzierung (Aktien)
 - Kapitalmarktorientierter Unternehmensumbau (u.a. Kennzahlen)
 - Politischer Flankenschutz, u.a. durch Abschaffung von Mehrfachstimmrechten und Nicht-Besteuerung von Veräußerungsgewinnen
- **In Summe haben diese Veränderungen zur wachsenden Dominanz des „fiktiven“ über das „reale“ Kapital geführt, zu einem „Regime der Vermögensbesitzer“, zum Ende des „rheinischen Kapitalismus“ und der „Deutschland AG“.**

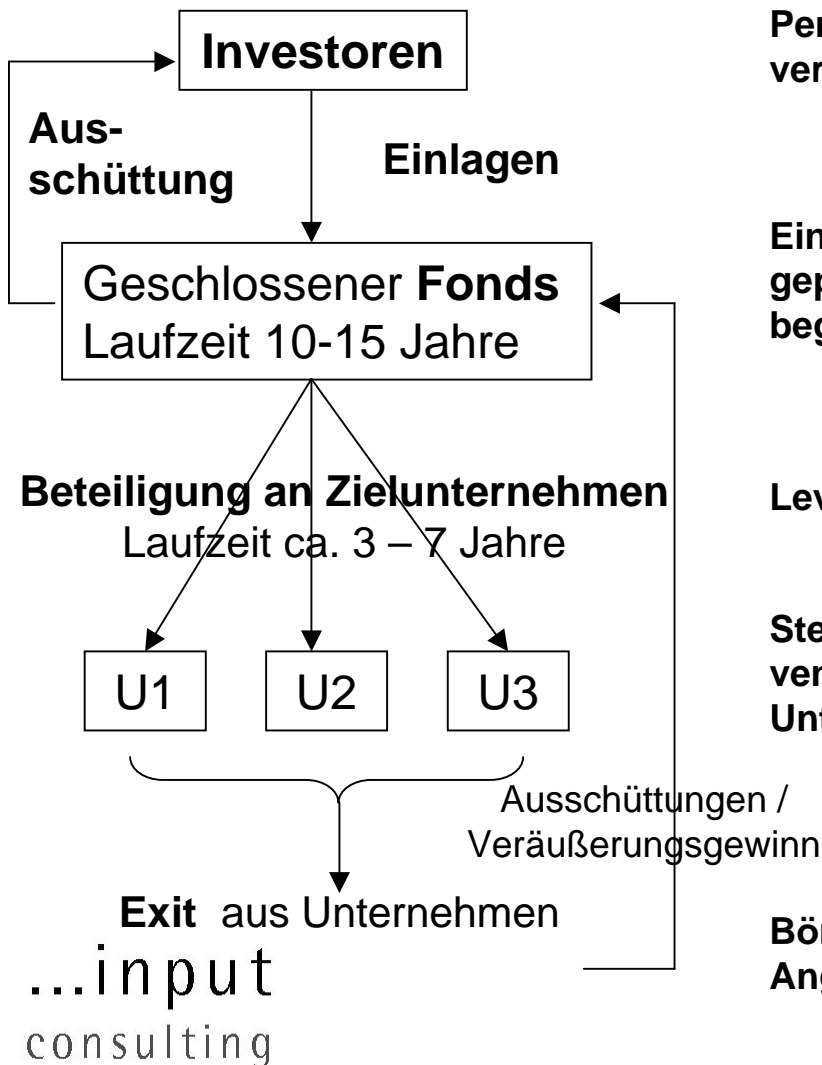
Begriff und Kategorien

- **Finanzinvestoren sind Unternehmen, die Vermögensbestände institutioneller Anleger (Pensionsfonds, Versicherungen, Banken, Stiftungen) sowie reicher Einzelpersonen in Fonds sammeln und diese möglichst gewinnbringend 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
 - 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**

**Einmalige Kapitalbeschaffung. Fonds bei Erreichen
geplanter Kapitalgröße „geschlossen“. Anzahl Investoren
begrenzt. Kapitaleinlage mit hohen festen Beträgen.**

Leveraged Buy Out (LBO): 60-90% Fremdfinanzierung

**Steigerung „Unternehmenswert“: Heben stiller Reser-
ven, Verkauf Unternehmensteile / Vermögensgegenstände,
Unternehmensumgestaltung, Produktivitätssteigerungen**

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

Akteure, Deals, Dimensionen

The 20 Largest Players

Private Equity Investment Firm	Assets Under Management	Portfolio Company Employees
Blackstone	\$79 Billion	350,000
Carlyle Group	\$56 Billion	200,000
Bain Capital	\$40 Billion	662,000
Texas Pacific Group	\$30 Billion	300,000
KKR	\$27 Billion	540,000
Cerberus	\$22 Billion	363,000
Providence Equity Partners	\$21 Billion	86,000
TH Lee	\$20 Billion	391,000
Welsh, Carson Anderson & Stowe	\$16 Billion	62,000
Hellman & Friedman	\$16 Billion	73,000
Warburg Pincus	\$15 Billion	375,000
Madison Dearborn	\$14 Billion	149,000
Apollo Management	\$13 Billion	297,000
TA Associates	\$10 Billion	28,000
CCMP Capital Advisors, LLC	\$10 Billion	379,000
Goldman Sachs Capital Partners	\$9 Billion	1,050,000
DLJ Merchant Banking Partners	\$7 Billion	63,000
Vestar	\$7 Billion	53,000
Silver Lake Partners	\$6 Billion	301,000
Clayton, Dubilier & Rice	\$5 Billion	109,000
Onex	\$5 Billion	167,000

Akteure, Deals, Dimensionen: Der Finanzinvestor Blackstone

- 1985 in New York von Stephen Schwarzman und Peter Peterson gegründet
- Schwerpunkt „private equity“
- Das Unternehmen
 - managt derzeit Assets im Gesamtvolumen von knapp 80 Mrd. USD
 - hat mit dem Erwerb des Immobilientrusts Equity Office Properties für 36 Mrd. USD den bis dato größten PE-Deal abgeschlossen
 - hält eine 4,5%-Beteiligung am Kapital der Deutschen Telekom
 - ist selbst am 22.06.2007 mit 12,3% an die Börse gegangen, der IPO erbrachte Schwarzman 677 Mio. USD in bar, sein verbleibender Anteil am Unternehmen ist 7,7 Mrd. USD wert
 - hat knapp zehn Prozent seines Kapitals an den chinesischen Staat verkauft

Akteure, Deals, Dimensionen: Bekannte Gesichter, gemischte Gefühle ...

- **Finanzinvestoren sind in der Regel bestens „vernetzt“.**
- **Als Berater, Partner oder Manager von Finanzinvestoren fungieren u.a.:**
 - **Blackstone: Roland Berger, Ron Sommer**
 - **TPG: Theo Waigel, Ludolf von Wartenberg**
 - **Fortress: Florian Gerster**
 - **EQT: Kai-Uwe Ricke**
 - **Cerberus: Wolfgang Bernhard, Volker Rühle, Rudolf Scharping**
 - **Carlyle: Karl-Otto Pöhl, Michael Rogowski**
 - **General Atlantic: Klaus Esser**
 - **Terra Firma: Otto Graf Lambsdorff**
 - **Francisco Partners: Ulrich Schumacher**
 - **...**

Akteure, Deals, Dimensionen: Die zehn bisher größten Transaktionen

The Ten Largest Buyouts

Date Announced	Acquired Company	Private Equity Firm(s)	Approximate Acquisition Price (\$bil)	Estimated # of Employees
2/24/2007	TXU Corporation*	KKR,TPG	45	7,262
11/20/2006	Equity Office Properties	Blackstone	39	2,300
7/24/2006	HCA Inc.	Bain, KKR, Merrill Lynch	33	186,000
04/02/2007	First Data Corp	KKR	29	29,000
10/2/2006	Harrah's Entertainment Inc.	Apollo Management, TPG	28	85,000
11/16/2006	Clear Channel Communications*	Bain, Thomas H. Lee	27	26,500
8/28/2006	Kinder Morgan	Carlyle, Goldman Sachs, AIG, Bill Morgan, Fayez Sarofim, Mike Morgan, Riverstone Holdings, Richard D. Kinder	22	8,481
9/15/2006	Freescale	Blackstone, Carlyle, Permira Advisors, TPG, Stone Tower Capital	18	22,700
1/23/2006	Albertson's	Cerberus Capital, Kimco Realty and others including SuperValu and CVS	17	234,000
11/13/2005	Hertz	Carlyle, CD&R, Merrill Lynch	15	31,500

Akteure, Deals, Dimensionen: Ausgewählte Transaktionen von Blackstone

	Year of Investment	Industry	Equity Invested (\$MM)*	Transaction Value (\$MM)
Ushodaya Enterprises Limited	2007	Media	175	1.250
Freeseale Semiconductor, Inc.	2006	Semiconductors	1.200	16.536
Travelport Limited	2006	Travel	757	4.500
The Nielsen Company	2006	Communications	810	12.700
Center Pares UK	2006	Lodging	206**	2.088
Michaels Stores, Inc.	2006	Retail	800	5.970
Deutsche Telekom AG.	2006	Telecom	1.018	3.510
HealthMarkets, Inc.	2006	Insurance	610	1.871
Cadbury Schweppes plc European Beverages Division	2006	Food & Beverage	364	2.298
TDC A/S	2005	Telecom	646	15.797
SunGard Data Systems Inc.	2005	Communications	483	12.007
Celanese Corporation	2004	Chemicals	406	4.081
Texas Geneo Holdings, Inc.	2004	Energy	223	3.738
Extended Stay America, Inc.	2004	Hotels	352**	3.921
Southern Cross/NHP	2004	Care Homes	324**	2.310

* Amount constitutes equity invested by our corporate private equity funds and does not include equity invested by co-i

** Excludes amounts invested by our real estate funds.

Source: Blackstone s-1 filing

Akteure, Deals, Dimensionen: Die Kriegskassen

- **Die aktuell größten Fonds der „Firmenjäger“:**
 - Blackstone 19,6 Mrd. USD
 - Goldman Sachs 19,0 Mrd. USD
 - KKR 16,6 Mrd. USD
 - Carlyle 15,0 Mrd. USD
 - TPG 15,0 Mrd. USD
 - Apollo 15,0 Mrd. USD
- **Die 15 größten Beteiligungsfonds haben in den vergangenen 18 Monaten fast 200 Mrd. USD eingesammelt. Insgesamt haben PE-Unternehmen rund 700 Mrd. USD zur Verfügung. Hedge-Fonds verwalten weltweit ein Vermögen von rund 1.600 Mrd. USD.**
- **„Würden Hedge-Fonds alle 30 Dax-Konzerne auf einmal schlucken, blieben immer noch 300 Milliarden Dollar übrig.“ (Süddeutsche Zeitung, 29.06.2007)**
- **Um die „Hebelwirkung“ dieser Mittel einzuschätzen, muss bedacht werden, dass diese i.d.R. durch Kredite vervielfacht und in „club deals“ mehrerer Finanzinvestoren zusammengeführt werden.**

Fallbeispiele: Blackstone / Deutsche Telekom AG

- **Zeitpunkt des Einstiegs: 04/2006**
- **Zeitpunkt des Ausstiegs: offen**
- **Form des Engagements: Minderheitsbeteiligung (4,5%)**
- **Entwicklungen seit Einstieg (u.a.):**
 - **Ablösung des Vorstandsvorsitzenden**
 - **Installierung 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**

Fallbeispiele: Blackstone / TDC (Tele Danmark)

- **Zeitpunkt des Einstiegs: 11/2005**
- **Zeitpunkt des Ausstiegs: offen**
- **Form des Engagements: Mehrheitsbeteiligung (88,2%) - konsortial (mit Apax, KKR, Permira, Providence)**
- **Entwicklungen seit Einstieg (u.a.):**
 - **Versuche, das Unternehmen von der Börse zu nehmen - bisher wegen des von der dänischen Metallgewerkschaft angeführten Widerstands des Pensionsfonds als Minderheitsaktionär gescheitert**
 - **massive Erhöhung der Verschuldung aufgrund der Modalitäten des Einstiegs (zu 80% fremdfinanziert)**
 - **signifikante Verschlechterung des Ratings aufgrund der hohen Verschuldung**
 - **Auszahlung einer exorbitant hohen Dividende im Jahr 2006: DKK 223,85 pro Aktie im Vergleich zu DKK 12,50 in 2005 und DKK 12,00 in 2004**
 - **Personalabbau um 6% in 2006 - von 20.225 auf 19.011 (FTE)**

Fallbeispiele: Blackstone / Kabel Baden-Württemberg

- **Zeitpunkt des Einstiegs: 07/2003**
- **Zeitpunkt des Ausstiegs: 06/2006 (Verkauf an EQT)**
- **Form des Engagements: Mehrheitsbeteiligung - konsortial (mit „Caisse de Depot et Placement de Quebec“)**
- **Entwicklungen nach Einstieg (u.a.):**
 - **Kündigung aller Tarifverträge (12/2004)**
 - **fristlose Kündigung aller Betriebsräte (10/2005)**
 - **„Blackstone (dürfte) den Einsatz binnen viereinhalb Jahren vervielfacht haben, zumal der Investor das Unternehmen erst im Jahr 2005 neu verschuldete, um sich eine Dividende auszahlen zu lassen“ (Faz.net 26.04.2006).**

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
 - eine Verschlechterung des Unternehmensklimas

- 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 „ihrer“ Unternehmen(steile)
 - des Verlustes von Arbeitsplätzen

Aktuelle Trends und Probleme

- Börsengänge erhöhen Transparenz
- zunehmende Kritik an Finanzinvestoren in GB und USA
- Forderungen nach Abbau von Steuerprivilegien
- erhöhter Anlagedruck, Rückgang attraktiver „Zielfirmen“
- steigendes Zinsniveau erschwert „leveraged buy-outs“
- „Menetekel für Firmenjäger: ... Besser wird es für die Beteiligungsbranche nicht kommen, sie wird Opfer ihres Erfolges.“ (Süddeutsche Zeitung, 22.06.2007)

Regulierungsansätze

- **Im engeren Sinne:**
 - **Abbau steuerlicher Privilegien**
 - **Erhöhung der Transparenz**
 - **Begrenzung der Schuldenaufnahme bzw. -aufbüdung**
 - **Begrenzung von Sonderausschüttungen**
 - **Stimmrechtsbeschränkungen für Neueinsteiger**
 - **Begrenzung der Investitionsmöglichkeiten von Pensionsfonds in hochspekulative Anlagen**
 - **verbindliche Verhaltenskodizes für den Umgang mit Beschäftigten**
 - **...**

- **Im weiteren Sinne:**
 - **Korrektur der Umverteilung von unten nach oben**
 - **Stärkung öffentlicher Rentensysteme**
 - **Stärkung der Unternehmensmitbestimmung**
 - **...**

Gewerkschaften und Finanzinvestoren

- **Erhöhte Aufmerksamkeit, verstärkte Aktivitäten, z.B.**
 - Private-Equity-Netzwerk der IG Metall
 - Initiative zum G8-Gipfel
 - Protestaktionen bei FI-Events (vor allem GB, USA)
 - Forderungskataloge (z.B. IGM 03.07.)
 - Kampagnen (z.B. SEIU)
 - ...
- **Handlungsmöglichkeiten von ArbeitnehmerInnen und Gewerkschaften auch als Anleger?**
- **Ausbau der Aktivitäten auf Unternehmensebene - dazu vier Kriterien (Wolfgang Rhode, IGM):**
 - Bisherige Erfahrungen mit dem Investor
 - Geplante Verschuldung
 - Geplante Konzepte: Investitionen, Personalabbau, Verlagerung?
 - Ausstiegskonzept
- **Verkauf Kion (Gabelstaplersparte von Linde) an KKR und Goldman Sachs als positives Beispiel?**
 - Akzeptanz von Arbeitsplatzgarantien und Betriebsvereinbarungen
 - Limitierung der Schuldenaufnahme
 - Kein Abzug von Eigenkapital innerhalb von 18 Monaten