

# Auswirkungen von Private Equity auf Investoren, übernommene Unternehmen und die Volkswirtschaft

Von Prof. Dr. Christian Kreiß, Hochschule Aalen

Erschienen in WiSt Wirtschaftswissenschaftliches Studium Heft 2 Februar 2010, Verlage C.H.Beck und Vahlen München und Frankfurt/M., S.91-95

*Der Autor war von 1995 bis 2002 im Investment Banking tätig und hat in dieser Zeit eine Fülle von Private Equity-Transaktionen im Wert von mehreren 100 Mio. Euro beurteilt, betreut, strukturiert und finanziert.*

**Fazit:** Die rechtlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen in Deutschland setzen die Handlungsanreize für rational handelnde Private Equity- Gesellschaften unter Rendite- und Risikomaximierungsgesichtspunkten so, dass es ein Gebot der Intelligenz ist, übernommene Unternehmen mit **so viel Bankschulden wie möglich** zu belasten. Die übernommenen Unternehmen werden dadurch finanziell geschwächt. Unter gesamtwirtschaftlichen Aspekten tritt eine **asymmetrische Verteilung von Vorteilen und Nachteilen** ein: Die Gewinne werden privatisiert und an die Geldgeber der Private Equity- Gesellschaften sowie deren Manager ausgeschüttet, die Verluste, die während Wirtschaftsabschwüngen in Form steigender Arbeitslosigkeit und Steuermindereinnahmen entstehen, werden sozialisiert bzw. zum großen Teil von der Allgemeinheit getragen. Unter den gegenwärtigen asymmetrischen rechtlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen würde eine weitere Zunahme von Private Equity- Aktivitäten die Risikoanfälligkeit der Unternehmen systematisch erhöhen und wäre daher gesamtwirtschaftlich betrachtet nachteilhaft. Eine einfache Abhilfe wäre die Einführung eines **Haftungsverbundes** zwischen erworbenen Unternehmen und Private- Equity-Obergesellschaft.

## 1. Fallbeispiel

Unternehmenskäufe durch Private Equity- Gesellschaften bzw. Finanzinvestoren – in der Regel so genannte „Leveraged Buyouts“ - haben oft eine sehr komplexe Transaktionsstruktur und es gibt kein generelles Schema wie die Transaktionen ablaufen. Juristische und steuerliche Aspekte spielen eine wichtige Rolle. Auch die Kreditstruktur ist in der Regel recht komplex und bei jeder Transaktion ein wenig anders. Trotzdem soll im Folgenden versucht werden, an Hand eines stark vereinfachten Fallbeispiels die grundlegende Vorgehensweise der Private Equity- Gesellschaften bei Unternehmenskäufen darzustellen.

In der Regel gründen Private Equity-Fonds für jeden einzelnen Unternehmenskauf eine spezielle Firma mit dem einzigen Zweck, diese Einzweckgesellschaft (Neu GmbH) mit dem erworbenen Unternehmen (Ziel GmbH) zu verschmelzen (vgl. *Deutsche Bundesbank, Leveraged-Buyout, S.17*).

Vor dem Kauf:

Neu GmbH		Ziel GmbH	
Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva
100 M€Cash	25 M€EK 75 M€Bankverb.	25 M€Immobilien 25 M€Maschinen 50M€Umlaufverm.	40 M€EK 10 M€Bankverb. 50 M€Sonst. Verb.

Nach Kauf und Verschmelzung der Neu GmbH mit der Ziel GmbH:

Neu+Ziel GmbH	
Aktiva	Passiva
60 M€Goodwill 25 M€Immobilien 25 M€Maschinen 50M€Umlaufverm.	25 M€EK 85 M€Bankverb. 50 M€Sonst. Verb.

Wie verändern sich die Bilanzen durch den Kauf? Die Aktiva der Neu GmbH sollen vereinfacht nur aus liquiden Mitteln in Höhe von 100 Mio. Euro bestehen. Diese 100 Mio. Euro seien der vereinbarte Kaufpreis für das zum Verkauf angebotene Unternehmen. Die Verbindlichkeiten der Neu GmbH bestehen zu 75% aus Fremdkapital in Form von Bankschulden, 25% seien von der PE-Gesellschaft eingebrachtes Eigenkapital.

Die Vermögenswerte des zu kaufenden Unternehmens bestehen im Anlagevermögen aus Immobilien im Buchwert von 25 Mio. Euro und Maschinen zu 25 Mio. Euro, das Umlaufvermögen bestehe aus 50 Mio. Euro. Die Verbindlichkeiten betragen 50 Mio. Euro Eigenkapital und 50 Mio. Euro Fremdkapital, davon 10 Mio. Euro Bankschulden und 40 Mio. Euro sonstige Verbindlichkeiten wie Lieferantenverbindlichkeiten, Rückstellungen etc. Die Vermögenswerte der Ziel GmbH bleiben durch die Transaktion zunächst unberührt. Die Vermögenswerte der Neu GmbH, der Kaufpreis von 100 Mio. Euro, werden an den oder die Alteigentümer überwiesen, sie verschwinden also aus der gemeinsamen Bilanz (*vgl. Betsch/Groh/Lohmann, S.343ff.*).

### **Eigenkapital wird reduziert, Schulden steigen**

Auf der Passivseite der Ziel GmbH bleibt das kurzfristige Fremdkapital dem Unternehmen erhalten. Die 40 Mio. Euro Eigenkapital der Ziel GmbH verlassen die gemeinsame Bilanz im Zuge der Kaufpreiszahlung an den Alteigentümer. Er wird mit 100 Mio. Euro Liquidität ausbezahlt. Damit verschwindet das alte Eigenkapital von 40 Mio. Euro aus der gemeinsamen Bilanz.

Die Verbindlichkeiten der Neu GmbH, die 75 Mio. Euro Bankschulden, die aufgenommen worden waren, um den Kauf zu finanzieren, finden sich nun in der konsolidierten Bilanz der Neu+Ziel GmbH. Das Eigenkapital wurde mit 25 Mio. Euro aus der Bilanz der Neu GmbH übernommen. Warum? Eigenkapital ist eine Residualgröße, es ist das, was übrig bleibt, wenn man die Verbindlichkeiten von den Vermögenswerten abgezogen hat. Kauft man eine Firma, so gehen sämtliche Vermögenswerte, also Aktiva, in das Eigentum des Käufers über. Gleichzeitig verpflichtet sich der Käufer, sämtliche Verbindlichkeiten des gekauften

Unternehmens zu übernehmen. Die Differenz aus diesen Größen ergibt das Eigenkapital. Ein Blick auf die konsolidierte Bilanz zeigt, dass die Summe der Aktiva (ohne den grau unterlegten Posten "**Goodwill**") einen Wert von 100 Mio. Euro aufweist. Die Summe der Passiva beträgt jedoch 160 Mio. Euro.

Die Differenz von 60 Mio. Euro tritt auf, da der Käufer bereit war, 60 Mio. Euro mehr für das Unternehmen zu bezahlen, als dessen ursprüngliches Eigenkapital an Buchwert (40 Mio. Euro) betrug, z.B. für den guten Ruf, den guten Kundenstamm des Unternehmens usw. Dieser Differenzbetrag kann nun entweder auf einzelne Aktiva umgelegt werden über Höherbewertung einzelner Vermögenswerte im Zuge der Transaktion oder pauschal als Goodwill bilanziert werden, was im obigen Beispiel aus Vereinfachungsgründen unterstellt wurde (vgl. Berk/ DeMarzo, *Corporate Finance*, S.887).

Diese Vorgehensweise ist bei Leveraged Buyouts üblich. Die **gekaufte Firma wird die Schuldnerin der Bank**, muss den Zinsdienst erbringen und die Tilgungsraten leisten. Die Vermögenswerte der ursprünglichen Ziel GmbH können nun als Sicherheiten für die neuen Bankschulden dienen. Daher sind Banken in der Regel zur Finanzierung solcher Unternehmenskäufe mit hohen Darlehensbeträgen bereit: Im Insolvenzfall haben sie normalerweise erstrangigen Zugriff auf die Vermögenswerte der übernommenen Unternehmen, die häufig vor dem Verkauf eine gute Reputation aufweisen.

Neben dieser normalerweise komfortablen Sicherheiten- Situation handeln bzw. handelten die Geschäftsbanken unter Markt- Rahmenbedingungen wie es die Public Choice- Theorie beschreibt: individuell rationales Verhalten kann zu kollektiv irrationalen Konstellationen führen. Klassisches Beispiel dafür ist, dass ein Zuschauer in den vorderen Reihen in einem Theater aufsteht, um besser zu sehen. Für ihn ist das individuell rational. Die hinter ihm Sitzenden stehen dann auch auf, um besser zu sehen, was für sie ebenfalls individuell rational ist. Am Schluss stehen alle statt zu sitzen, was kollektiv irrational ist (vgl. Hirsch, S.5: „*If everyone stands on tiptoe, no one sees better*“). Übertragen auf Bankfinanzierungen: Private Equity- Finanzierungen waren jahrzehntelang sehr erfolgreich und es gab keine nennenswerten Ausfälle. Private Equity- Finanzierungen sind für Banken deutlich lukrativer als konventionelles Kreditgeschäft. Banken wurden daher seitens ihrer renditebewussten Eigentümer in Private Equity- Finanzierungen gedrängt. Für jede einzelne Bank war das Vorgehen individuell rational. Kollektiv betrachtet wurden irrational hohe Mittel in diese Branche vergeben.

Was geschieht im Ergebnis? Ein **ursprünglich konservativ finanziertes** (Familien-) Unternehmen verwandelt sich über Nacht in ein **riskant finanziertes Unternehmen**. Die Eigenkapitalquote von ursprünglich 40% der Bilanzsumme sinkt auf 15,6%. Die Bankschulden, die ursprünglich 10% der Bilanzsumme bzw. 25% des Eigenkapitals ausmachten, steigen auf über 50% der Bilanzsumme bzw. mehr als das Dreifache des Eigenkapitals.

## 2. Auswirkungen von Private Equity auf die Investoren

Aus Sicht eines rational handelnden Finanzinvestors bzw. des Private Equity Fonds ist es aus zwei Gründen vorteilhaft, den Schuldengrad des gekauften Unternehmens so hoch wie möglich zu gestalten, das heißt so viel Bankschulden bzw. so wenig Eigenkapital einzusetzen wie möglich.

## 2.1. Höhere Rendite durch den sogenannten leverage- Effekt

Ein vereinfachtes Rechenbeispiel mag dies verdeutlichen. Ziel der Private Equity- Investoren ist, das Unternehmen so bald wie möglich und so teuer wie möglich weiterzuverkaufen. Angenommen, es gelingt dem neuen Eigentümer, die Ziel GmbH ein Jahr später zu einem 50% höheren Verkaufspreis weiterzuverkaufen, also für 150 Mio. Euro, was durchaus branchenüblich ist.

*Fall 1: hoher leverage (hohe Bankschulden beim Unternehmenskauf eingesetzt, s. obiges Fallbeispiel)*

150 Mio. Euro Verkaufspreis  
abzüglich 75 Mio. Euro Schuldentilgung  
abzüglich 5,25 Mio. Zinsen (angenommener Zinssatz 7% p.a.)  
  
= 69,75 Mio. Euro.

Das heißt, aus ursprünglich eingesetzten 25 Mio. Euro werden binnen Jahresfrist 69,75 Mio. Euro. Das eingesetzte Eigenkapital **ver-2,8-facht** sich. Die Rendite auf das eingesetzte Eigenkapital beträgt 179% p.a.

*Fall 2: ohne leverage (Unternehmenskauf nur durch Eigenkapital, keine Bankschulden)*

In diesem Fall müsste der Finanzinvestor 100 Mio. Euro Eigenkapital einsetzen. Da dann weder Schuldentilgung noch Zinsen anfallen, stehen die 150 Mio. Euro Verkaufspreis unmittelbar dem eingesetzten Eigenkapital von 100 Mio. Euro gegenüber, d.h. die Private Equity- Gesellschaft hätte ihr eingesetztes Eigenkapital **ver-1,5-facht** bzw. eine Rendite auf das eingesetzte Eigenkapital von 50% gehabt.

Es ist also **klug** und vorteilhaft für rational handelnde Private Equity Gesellschaften, beim Unternehmenserwerb unter Renditegesichtspunkten **so viel Bankschulden wie möglich** einzusetzen.

## 2.2. Geringeres Risiko für die Private Equity Gesellschaft durch Unternehmenskauf mit wenig Eigenkapital bzw. hohen Bankschulden

Für den Fall, dass sich die obige Fallbeispiel- Transaktion mit der Ziel GmbH schlecht entwickelt, im Extremfall: bei Insolvenz der Ziel GmbH, wie es z.B. derzeit im Zuge der Finanzmarktkrise sehr häufig mit von Private Equity- Gesellschaften gekauften Unternehmen geschieht, ist das Risiko der Private Equity- Gesellschaft begrenzt auf 25 Mio. Euro. Darüber hinaus gehende Verluste tragen die Gläubiger.

Aus Sicht eines Finanzinvestors ist es deutlich **intelligenter** und gewinnbringender, bei einem zur Verfügung stehenden Kapital in Höhe von beispielsweise 150 Mio. Euro z.B. 15 Unternehmen mit jeweils nur 10 Mio. Euro Eigenkapitaleinsatz zu erwerben, als z.B. 5 Unternehmen mit jeweils 30 Mio. Euro Eigenkapitaleinsatz. Zum einen ist die Risikostreuung aus Sicht des Investors besser, wenn man 15 Unternehmen im Portfolio hält, zum anderen ist die Durchschnittsrendite auf das eingesetzte Eigenkapital auf Grund des leverage- Effektes dann deutlich höher.

Selbst wenn von 15 gekauften Unternehmen z.B. fünf komplett durch Insolvenz ausfallen sollten kann die Gesamtrendite über alle 15 investments insgesamt gesehen immer noch beachtlich sein: Z.B. ist bei einem erfolgreichen Börsengang (IPO) eines Unternehmens problemlos eine Verzehnf- oder Verzwanzigfachung des eingesetzten Eigenkapitals möglich, ja selbst Verfünzigfachungen hat der Autor in der Vergangenheit selbst miterlebt. Es reicht normalerweise, wenn aus einem Portfolio von 15 Unternehmen 2 oder 3 hochehrgefolgreich weiterverkauft werden können – die höchste Rendite ist in der Regel über Börsenerstmissionen zu erzielen, weil dort die Verkaufspreise am höchsten sind – und noch ein weiteres halbes Dutzend mit guter Rendite, so können problemlos 5 Totalausfälle verschmerzt werden und die Gesamtrendite auf das eingesetzte Eigenkapital bewegt sich immer noch im Bereich von über 20% pro Jahr.

Es ist also nicht „böser Wille“, wenn Finanzinvestoren versuchen so wenig Eigenkapital wie möglich einzusetzen, sondern **Klugheit**. Ja, es ist geradezu ein Gebot der Intelligenz, die erworbenen Unternehmen so hoch mit Schulden zu belasten, dass sie gerade noch überleben können, denn dadurch werden neben den soeben angeführten Rendite- und Risikovorteilen außerdem die Weichen für Management und Belegschaft so gestellt, dass höchstmöglicher Druck auf operative Verbesserungen im Unternehmen aufgebaut werden kann.

**Fazit:** Aus Gewinn- und Risikooptimierungsgründen ist es für Private Equity- Gesellschaften nicht nur rational und klug, sondern ein Gebot höchster Intelligenz, so viel Bankschulden wie möglich in das zu erwerbende Unternehmen zu stecken: Die Investoren maximieren dadurch ihre Eigenkapitalrendite, minimieren ihr Risiko und bauen Druck auf die Belegschaft auf. Dies führt uns zu Punkt 3.:

### 3. Auswirkungen von Private Equity auf das übernommene Unternehmen

Neu+Ziel GmbH	
Aktiva	Passiva
60 M€ Goodwill	
25 M€ Immobilien	25 M€ EK
25 M€ Maschinen	85 M€ Bankverb.
50 M€ Umlaufverm.	50 M€ Sonst. Verb.

Wie soeben gezeigt, ist es aus Sicht des Finanzinvestors geradezu ein Gebot der Vernunft, dem zu kaufenden Unternehmen unter Rendite- und Risikogesichtspunkten so viel Bankschulden wie möglich aufzuladen. Der Verschuldungsgrad der gekauften Unternehmen steigt daher im Zuge von Private Equity- Transaktionen in der Regel dramatisch an. Was bedeutet dies für das übernommene Unternehmen?

3.1. Der finanzielle **Handlungsspielraum** wird eingengt: Durch die hohe Schuldenlast, die sich in Form von höheren Tilgungen und Zinsen äußert, besteht für alle Arten von Unternehmensinvestitionen weniger Verfügungsrahmen als vorher. Da Private Equity- Gesellschaften normalerweise sehr viel mehr daran interessiert sind, nach der Transaktion so schnell wie möglich so hohe Sonderdividenden wie möglich auszuschütten, ist in der Regel von dieser Seite keine Zufuhr von Finanzmitteln für neue Investitionen zu erwarten. Im Zuge der aktuellen Finanzkrise zeigt sich außerdem, dass es für Finanzinvestoren nicht rational ist, Unternehmen, die vor der Insolvenz stehen, neues Eigenkapital zuzuschießen.

Das Risiko dafür ist in der Regel zu hoch und steht nicht in ausreichendem Verhältnis zu den Ertragsaussichten. Durch die höhere Verschuldung sinkt außerdem die Bonität des Unternehmens, so dass Banken bei der Vergabe zusätzlicher Kredite äußerst zurückhaltend sind und die Unternehmen dadurch auch von Bankseite her in ihrem finanziellen Handlungsspielraum eingeengt werden.

- 3.2. Die **Zinslast steigt**: Durch die stark steigenden Bankschulden erhöht sich die Zinslast des Unternehmens aus zwei Gründen: a) die Bonität des Unternehmens sinkt, daher steigt der Zinssatz, den die Bank pro ausgeliehenem Euro in Rechnung stellt; b) durch die gestiegenen Schulden müssen höhere Bankdarlehen bedient werden. Da Zinszahlungen als Aufwand gewinnmindernd abzugsfähig sind, besteht von steuerlicher Seite ein erheblicher Anreiz für rational handelnde, gewinnoptimierende Private Equity- Gesellschaften die Bankschulden des übernommenen Unternehmens so hoch wie möglich zu gestalten.
- 3.3. Durch die steigenden Zins- und Tilgungszahlungen nehmen Gewinn und Cash Flow ab, Ertragskraft und Eigenfinanzierungsmöglichkeit des verkauften Unternehmens sinken also. Das Unternehmen wird **ökonomisch geschwächt**. Dadurch wird Druck auf Management und Belegschaft aufgebaut zu sparen, zu optimieren und zu rationalisieren.
- 3.4. Im Gegenzug zu der finanziellen Belastung und dem dadurch aufgebauten Druck auf das Unternehmen versuchen die Private- Equity- Investoren normalerweise, die Ertragskraft des Unternehmens durch operative Maßnahmen wie Personalabbau, Steigerung der operativen Produktivität, Erschließung neuer Märkte, Gewinnen von Synergien etc. zu erhöhen. Dies kann für manche Unternehmen, die zuvor möglicherweise etwas „verschlafen“ geführt wurden, durchaus positive Kräfte wachrufen und das Unternehmen **schlanker und effizienter** machen.
- 3.5. Der Hauptnachteil der hohen Schuldenlast liegt jedoch in der **Existenzgefährdung** der verkauften Unternehmen im Wirtschaftsabschwung. Wie die derzeitige Finanz- und Wirtschaftskrise zeigt, gehen Unternehmen, deren Eigentümer Finanzinvestoren sind, deutlich überproportional häufig in Insolvenz. Gründe dafür sind die durch das hochintelligente, gewinnoptimierende Verhalten der Private Equity- Investoren herbeigeführte schwache Eigenkapitalausstattung und die hohe Zins- und Tilgungslast, die auf den Unternehmen liegen.

Es gibt nach der deutschen Insolvenzordnung zwei Möglichkeiten, ein Insolvenzverfahren einzuleiten: a) Zahlungsunfähigkeit (§ 17) wenn das Unternehmen nicht mehr in der Lage ist, „die fälligen Zahlungsverpflichtungen zu erfüllen“ und b) Überschuldung (§ 19), „wenn das Vermögen des Schuldners die bestehenden Verbindlichkeiten nicht mehr deckt“, also das Eigenkapital aufgezehrt ist (Vgl. *Mensch, S.9*).

Zu a): Die steigende Zins- und Tilgungslast im Zuge von Unternehmensübernahmen verschlechtert die Zahlungsfähigkeit der Zielgesellschaften stark. In obigem Fallbeispiel erhöht sich die Zinslast um 5,25 Mio. Euro pro Jahr, die Tilgungslast – bei unterstellter 10-jähriger linearer Tilgung – um 7,5 Mio. Euro pro Jahr. Bei abnehmenden Umsätzen während eines Wirtschaftsabschwungs steigt auf Grund dieser gestiegenen Fixkosten die Wahrscheinlichkeit einer Insolvenz signifikant.

Zu b): Da das Eigenkapital der übernommenen Unternehmen durch die Private Equity- Gesellschaften im Normalfall deutlich vermindert wird – wie im obigen Fallbeispiel gezeigt – steigt im Falle von Umsatz- und Gewinnrückgängen im Zuge von

Wirtschaftsabschwüngen die Gefahr eines Aufzehrens des Eigenkapitals ebenfalls signifikant.

#### 4. Auswirkungen von Private Equity auf Gesellschaft und Volkswirtschaft

Ein Kernpunkt im Vorgehen der Private Equity- Branche ist der **Haftungsausschluss** der Obergesellschaft für die einzelnen akquirierten Unternehmen (vgl. *Brealey/ Myers, S.979*). Für jedes Investment, für jeden einzelnen Unternehmenskauf wird in der Regel eine neue, eigenständige Einzelgesellschaft gegründet, in die das zu kaufende Unternehmen nach obigem Schema im Fallbeispiel eingebracht und verschmolzen wird (vgl. *Deutsche Bundesbank, Leveraged-Buyout, S.16*). Die Obergesellschaft, der eigentliche Private Equity- Fonds haftet nicht für die Schulden der erworbenen Unternehmen. Das heißt, im Falle einer Insolvenz eines erworbenen Unternehmens ist die Private Equity- Gesellschaft nicht verpflichtet, für dessen Schulden gerade zu stehen. Jede einzelne erworbene Gesellschaft haftet lediglich mit der ihr zur Verfügung stehenden Eigenkapitalbasis, die, wie oben gezeigt, so niedrig wie möglich bemessen wird.

Bildlich gesprochen könnte man die Vorgehensweise damit vergleichen, wie wenn z.B. Siemens oder Daimler für keine ihrer inländischen oder ausländischen Töchter haften würde, sondern die Muttergesellschaft im Insolvenzfall von z.B. einer brasilianischen Tochtergesellschaft nicht für die Schulden der brasilianischen Tochter einstehen würde.

Was bedeutet dies volkswirtschaftlich? So lange die Wirtschaftslage positiv ist, also während etwa 80% der Zeit, erzielen die Private Equity- Gesellschaften durch den hohen financial leverage in den erworbenen Unternehmen eine sehr hohe Eigenkapitalrendite. Die Gewinne werden an die Investoren, die den Private Equity- Fonds ihr Geld zur Verfügung gestellt haben und die Private Equity- Manager bzw. -Partner ausgeschüttet. Die Gewinne werden in guten Zeiten „privatisiert“, d.h. sie fließen auf die Konten der Investoren, die zum weitaus größten Teil aus dem angelsächsischen Raum kommen.

Was geschieht in schlechten Zeiten? Die Unternehmen in den Händen der Finanzinvestoren müssten von der Logik der Sache her deutlich häufiger in Konkurs gehen als solide finanzierte Unternehmen. Dies zeigt sich auch empirisch in der derzeitigen Krise, wonach im 1. Quartal 2009 40% aller Exits deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften Totalverluste waren (53 Unternehmen, im Gesamtjahr 2008 151 Unternehmen) (*BVK, Jahresstatistik 2008, S.15 und Statistik 1.Quartal 2009, S.3*). Unternehmen mit Finanzinvestoren- Hintergrund gehen sehr viel häufiger unter als solide finanzierte Firmen.

Wer trägt die **Verluste**? Die Arbeitnehmer, die ihre Stellen verlieren, die Allgemeinheit, weil dem Fiskus Steuereinnahmen des Unternehmens und der arbeitslos gewordenen Beschäftigten entgehen sowie die Zulieferer, die geschwächt werden. Letztlich trägt einen großen Teil der Verluste die Allgemeinheit in Form höherer Arbeitslosigkeit, gestiegener Sozialtransfers an die Arbeitslosen und niedrigeren öffentlichen Einnahmen.

Ein erheblicher Teil des Schadens wird mithin sozialisiert. Bei der derzeitigen Konstruktion des Haftungsausschlusses werden die Gewinne privatisiert und die Verluste sozialisiert. Ein einmal in Konkurs gegangenes Unternehmen wird dann auch in besseren Zeiten nicht wieder seine Produktion aufnehmen, auch wenn es langfristig konkurrenzfähig gewesen wäre.

Was würde passieren, wenn Private Equity in Deutschland unter den gegebenen ordnungspolitischen Rahmenbedingungen stark zunehmen würde? Die Finanzinvestoren würden höhere Gewinne machen. Die Unternehmen würden insgesamt eine schlechtere Eigenkapitalausstattung, eine niedrigere Ertrags- und Finanzkraft und höhere Risikoanfälligkeit ausweisen. Die Stabilität der Unternehmen würde geschwächt und die Insolvenzen bei Wirtschaftsabschwüngen würden zunehmen. Das Argument, dass Private Equity oft „frischen Wind“ in die gekauften Unternehmen bringt ist durchaus richtig. Dem müssen jedoch die systembedingten Risiken und Kosten gegenübergestellt werden, die, wie die derzeitige Krise zeigt, äußerst hoch sind.

Eine einfache Gegenmaßnahme gegen diese unerwünschten sozialen Folgen von Private Equity wäre die **Aufhebung des Haftungsausschlusses**, das heißt, die Einführung der Haftung der Private Equity- Obergesellschaft für die Schulden all ihrer Töchter wie es etwa bei Siemens oder Daimler selbstverständlich ist.

Eine Zunahme von Private Equity unter den derzeit herrschenden asymmetrischen rechtlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen in Deutschland, die eine Privatisierung von Gewinnen und die Sozialisierung eines großen Teiles der Verluste ermöglicht, ist unseres Erachtens nicht erstrebenswert.

### **Literaturverzeichnis (Auswahl)**

- Berk, Jonathan, DeMarzo, Peter, Corporate Finance, Boston 2007
- Betsch, Oskar, Groh, Alexander P., Lohmann, Lutz G.E., Corporate Finance, München 2000
- Brealey, Richard A. and Myers, Stewart C., Principles of Corporate Finance, 7. Auflage, New York 2003
- Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK), Statistiken ([www.bvkap.de](http://www.bvkap.de))
- Deutsche Bundesbank, Leveraged-Buyout-Transaktionen: die Rolle von Finanzintermediären und Aspekte der Finanzstabilität, Monatsbericht April 2007, Frankfurt/M. 2007
- Hirsch, Fred, Social Limits to Growth, London 2005
- Mensch, Gerhard, Finanz- Controlling Finanzplanung und –kontrolle Controlling zur finanziellen Unternehmensführung, München, Wien, 2. Auflage 2008
- PriceWaterhouseCoopers, Global Private Equity Report 2008

#### *Angaben zum Autor:*

*Der Autor studierte Volkswirtschaftslehre und promovierte in Wirtschaftsgeschichte in München. Nach neun Jahren Berufstätigkeit als Bankier in verschiedenen Geschäftsbanken, davon sieben Jahre als investment banker, unterrichtet er seit 2002 als Professor an der Hochschule für Wirtschaft und Technik in Aalen Finanzierung und Wirtschaftspolitik. 2004 und 2006 hielt er an der University of Maine, USA, MBA- Vorlesungen im Bereich investment banking. Forschungsschwerpunkt: Finanz- und Wirtschaftskrisen.*

August 2009

Adresse:

Hochschule Aalen

Beethovenstr. 1

73430 Aalen

Email: [christian.kreiss@htw-aalen.de](mailto:christian.kreiss@htw-aalen.de)