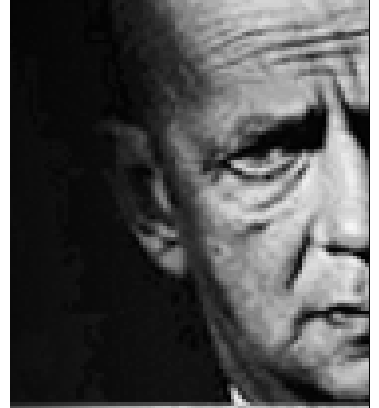
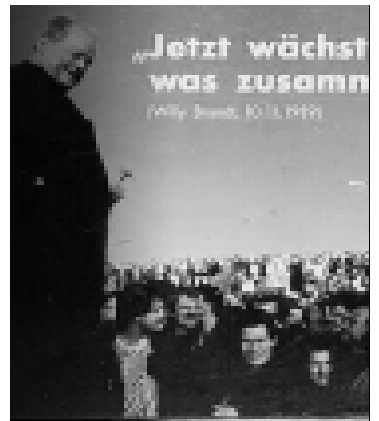


**INTELLIGENZ  
GEGEN  
GELDGIER**

**Hintergrundinformationen  
zur angestrebten  
Private-Equity-  
Gesetzgebung  
der Großen Koalition**

**PL**

Ortwin Runde,  
Mitglied des Deutschen Bundestages, für die  
Parlamentarische Linke der SPD-Bundestagsfraktion



## Vorwort

Mit dem vorliegenden Text von Ortwin Runde: „Intelligenz gegen Geldgier“ führt die Parlamentarische Linke in der SPD-Bundestagsfraktion ihre Sammlung an Materialien zur Diskussion aktueller Themen fort. Die Reihe begann mit einem Papier zu den Real Estate Investment Trusts (REITs) im März 2006. Auch andere Ausarbeitungen hatten finanzpolitische Fragen zum Thema wie z. B. die Reform von Erbschafts- und Unternehmensteuer (siehe auf [www.parlamentarische-linke.de](http://www.parlamentarische-linke.de)).

Die Diskussion finanzpolitischer Themen gewinnt ständig an Bedeutung, nicht nur weil die verwirrende Vielfalt neuer Finanzinstrumente kaum mehr zu übersehen ist. Die Akteure werden internationaler, die eingesetzten Summen steigen und dieses Geld ist immer schneller und aggressiver auf der Suche nach immer größeren Renditemöglichkeiten. Dabei ist es die Frage, wie innovativ die von Hedge Fonds und Private Equity Fonds verwalteten Mittel tatsächlich eingesetzt werden. Ortwin Runde weist darauf hin, dass nur 6,4 Prozent der 2006 in Deutschland von solchen Fonds eingesetzten Gelder für Unternehmensneugründungen investiert wurden; der weit überwiegende Teil ist in die Übernahme bestehender Unternehmen geflossen, bisweilen mit bereits diskutierten Folgen für die Unternehmen selbst und ihre Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter.

Franz Müntefering sprach in diesem Zusammenhang von „Heuschrecken“, Helmut Schmidt von „Raubtierkapitalismus“. Wenn aber schon der Nutzen solcher Investments fraglich ist für den Fall, dass sie „erwartungsgemäß“ funktionieren, so wird uns der mögliche Schaden, wenn es anders läuft, gerade durch die US-Immobilienkrise vor Augen geführt. Dieser Schaden ist so global wie die getätigten Investitionen, er betrifft aber ungleich mehr Menschen, die den Gefahren weitgehend schutzlos ausgeliefert sind. Um es mit Worten aus dem Entwurf für ein neues SPD-Grundsatzprogramm zu sagen: „Der globalisierte Kapitalismus darf nicht sich selbst überlassen werden. Er lässt alte Ungerechtigkeiten bestehen und schafft darüber hinaus neue Bedrohungen für Freiheit und Gerechtigkeit, Gesundheit und Leben.“

Diese Ausarbeitung erklärt und analysiert nicht nur, sie geht auch konkret auf anstehende Gesetzes- und Reformvorhaben ein und darauf, mit welcher Zielsetzung die Sozialdemokratie an diese Projekte herangehen sollte. Die sozialdemokratischen Prämissen sind klar: Unsere Politik ist gemeinwohlorientiert, sie ist den Beschäftigten der Unternehmen genauso verpflichtet wie ihrer Innovationskraft, sie zielt auf eine Stabilisierung des Finanzmarktes durch eine widerspruchsfreie Kapitalmarktordnung und auf die Förderung „echten“ Unternehmertums.

In diesem Sinne empfehlen wir die Lektüre des vorliegenden Textes der interessierten Öffentlichkeit. Es ist ein hoch komplexes Thema, aber um so wichtiger die Bewußtseinsbildung und eine engagierte Diskussion.

Ernst Dieter Rossmann  
Sprecher der Parlamentarischen Linken  
September 2007

**1. Der Gegenstand der Betrachtung: Die Private Equity Branche und ihr wahnsinniger Erfolg**

**2. Ansatzpunkte zum Handeln: Mögliche Ursachen und Gründe für den Erfolg**

a. Renditeoptimierungsmöglichkeiten nach Einzelaspekten

- (1.) *Im Zentrum: Renditeoptimierung durch Leverage-Effekt*
- (2.) *Private Equity mit dem Vorteil eines „closed shop von Reichen“*
- (3.) *Wesentliche Informationsvorsprünge über die Substanz eines Unternehmens*
- (4.) *Die risikominimierte, pseudo- nicht-unternehmerische Stellung*
- (5.) *Die risikominimierte, pseudo-nicht-unternehmerische Struktur in steuerlicher Hinsicht*
- (6.) *Finanzierungsstrukturen, die der klassischen Finanzbranche „verschlossen“ sind*
- (7.) *Mangelhaftigkeit bestehender Finanzierungswege für technologieorientierte Unternehmensgründungen*
- (8.) *Nachfolgestau in der deutschen Unternehmerlandschaft*
- (9.) *Spezifische, steuerunterstützte Motivationselemente für die Fonds-Manager*
- (10.) *Volkswirtschaftlich-bedingte „Renditegarantien“?*

b. Renditeoptimierungen mit dem Blick für gegenüberstehende benachteiligende Werttransfers

- (1.) *Werttransfers zulasten des Fiskus*
- (2.) *Werttransfers zulasten von Fremdkapitalgebern*
- (3.) *Darüber hinausgehende Schäden für den Kapitalmarkt*
- (4.) *Werttransfers zulasten von Alteigentümern veräußerter Unternehmen*
- (5.) *Werttransfers zulasten von Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmern*

c. Der „Blick der Konkurrenten“ als Indiz für Handlungsnotwendigkeiten

**3. Die notwendige analytische Klärung einer Grundsatzfrage: Was offenbart Private Equity an gewandelter Ökonomie? Haben wir es mit einer neuen ökonomischen Qualität zu tun, die uns grundsätzlich neue politische Antworten abverlangt?**

- a. Ableitungen aus dem Wandel zur Wissensgesellschaft
- b. Industrie- und Finanzmarkt-Kapitalismus
- c. Statement zur politischen Dimension

**4. Ein kurzer politischer Exkurs für Sozialdemokraten: Warum die genaue Analyse und eine darauf bauende politische Strategie gegenüber Private Equity für die SPD eine Schlüsselfunktion besitzen dürfte**

- a. Finanzmarktregulierung und europäisches Sozialmodell
- b. Die Positionsbildung bei den Gewerkschaften
- c. Grüne Positionsbestimmung
- d. Die Positionsentwicklung bei der Partei „Die Linke“
- e. Konservativ-liberale Positionsentwicklungen, insbesondere bei der CDU
- f. Rationale ökonomisch-angelegte Antworten als grundsätzlich angelegte Strategie linker Sozialdemokratinnen und Sozialdemokraten

**5. Derzeit geltende rechtliche und politische Rahmenbedingungen**

- a. Teillösung durch die Unternehmensteuerreform?
- b. Das REITs-Gesetz als Muster?
- c. Die bisherigen rechtlichen „Rahmenbedingungen“
  - aa. Der Rahmen des Unternehmensbeteiligungsgesellschaftsgesetz (UBGG)*
  - bb. Investmentmodernisierungsgesetz 2004*
  - cc. EU-Vorgaben, insbesondere Mifid*
- d. Der politische Rahmen: Der Koalitionsvertrag vom 11.11.2005
- e. Die gegenwärtige Debatte in der internationalen Politik

**6. Die aktuelle Entwicklung zum und im laufenden Gesetzgebungsprozess – Konkrete Ergänzungsvorschläge linker Sozialdemokraten**

- a. Die Wunschliste der anderen: Geschenke, die die Private-Equity-Branche nicht bekommen sollte
- b. Die Position der Bundesregierung und die Entwicklung zum Entwurf für ein Wagniskapitalbeteiligungsgesetz

*aa. Das BMF-Eckpunktepapier vom 09.05.2007 – eine dreigleisige Strategie*

- (1.) Wagniskapitalbeteiligungsgesetz*
- (2.) UBGG-Novelle*
- (3.) Maßnahmen zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken*

*bb. Referenten- und Kabinettsentwurf zum Wagniskapitalförderungsgesetz nebst Eckpunkten für ein Regulierungsgesetz (als Paket mit der UBGG-Novelle ist der Name: Entwurf eines Gesetzes zur Modernisierung der Rahmenbedingungen für Kapitalbeteiligungen, MoRaKG)*

- (1.) Gegenstand des Referentenentwurfs vom 29.06.2007*
- (2.) Gegenstand des Regierungsentwurfs vom 15.08.2007*
- (3.) Kabinetts-Eckpunkte für ein Risikobegrenzungsgesetz vom 15.08.2007*
- (4.) Bewertungen*

*c. Ideen für sozialdemokratische Gestaltungsperspektiven und Forderungen von links*

- (1.) zur anstehenden Gesetzgebungsaufgabe ab Sommer 2007 (MoRaKG plus Risikobegrenzungsgesetz)*
- (2.) zu grundsätzlicheren Entwicklungen*

**Hinweis:**

Die hier zusammengetragenen Informationen sind sorgfältig recherchiert worden und so weit wie möglich über Fußnoten nach ihrer Herkunft zusammengestellt worden. Gleichwohl kann für die 100%ige Richtigkeit keine Gewähr übernommen werden.

## Der Gegenstand der Betrachtung: Die Private Equity Branche und ihr wahnsinniger Erfolg

Die Liste ist illustrierend und lang: Pro Sieben Sat<sup>1</sup>, Karstadt Quelle AG Department Stores, Altana Pharma GmbH, Linde AG, Europcar International SA, MTU Friedrichshafen, MAN Roland Druckmaschinen, Westfalia Automotive, Friedrich Grohe AG, Wincor Nixdorf AG, Gagah<sup>2</sup> sind nur einige prominente Namen von Unternehmen<sup>3</sup>, die in den vergangenen Jahren von Finanzinvestoren<sup>4</sup> gekauft worden sind. 2006 sollen ausländische Private Equity Fonds 48,8 Mrd. Euro an Transaktionsaufwand für deutsche Unternehmen ausgegeben haben<sup>5</sup>. Die Bundesregierung, die bis zum 14.11.2006 ein Investment von 30 Mrd. Euro unterstellte, ging allein auf dieser Basis davon aus, dass damit über 800.000 Arbeitsplätze, die zu sieben Prozent des BIP beitragen, von Private Equity Investoren abhängig seien<sup>6</sup>. Schon seit längerem wird spekuliert, wann Finanzinvestoren einen Dax-Konzern übernehmen<sup>7</sup>. Kronzeuge insofern: Bundesfinanzminister Peer Steinbrück, der mit den Worten zitiert wird, ausländische Investoren könnten leicht dicke, fette, schöne Dax-Unternehmen kaufen<sup>8</sup>.

---

<sup>1</sup> Mit erstaunlichen aktuellen Weiterungen auf die medienrechtlichen Aspekte vgl. Marcus Theurer, „Pro Sieben Sat.1 droht Ärger“ vom 16.07.2007, in: <http://www.faz.net/s/RubE2C6E0BCC2F04DD787CDC274993E94C1/Doc~E48D831E570E24111B5F3181C23F4C6A9~ATpl~Ecommon~Scontent.html>; die Einflussnahme der Private Equity Investoren wird als umstritten geschildert, nicht aber der Einfluss der Renditeoptimierungsnotwendigkeiten bei Pro Sieben Sat.1, vgl. ferner „Pro Sieben Sat.1 baut 180 Stellen ab“ vom 17.07.2007 in: <http://www.faz.net/s/RubE2C6E0BCC2F04DD787CDC274993E94C1/Doc~E3B86C67EAA6B492BAC6C0407C60DC443~ATpl~Ecommon~Scontent.html>; ferner Michael Hanfeld, „Pro Sieben Sat.1 – Versunken im Schuldengrab“ vom 16.07.2007, in: <http://www.faz.net/s/RubEC1ACFE1EE274C81BCD3621EF555C83C/Doc~E73FBCC82D9FA437790405E52718473AE~ATpl~Ecommon~Scontent.html>; ferner Michael Hanfeld, „Ran an die Rendite – Das Ende des privaten Fernsehens“ vom 21.07.2007, in: <http://www.faz.net/s/Rub475F682E3FC24868A8A5276D4FB916D7/Doc~E81901173147A42E78FD9285F454E3582~ATpl~Ecommon~Scontent.html> sowie: „Ehemaliger Sat.1-Nachrichtenchef - Journalistisches Profil nicht länger gefragt“ vom 25.07.2007, in: <http://www.faz.net/s/Rub475F682E3FC24868A8A5276D4FB916D7/Doc~E55E1753B14264424A430B85D3773B27F~ATpl~Ecommon~Scontent.html> (allesamt eingesehen am 26.07.2007).

<sup>2</sup> Weitere Beteiligungen von Finanzinvestoren m.w.N. etwa bei IG BCE, Wirtschaftsinfo: Finanzinvestoren, Nr. 3/ 2007 Mai 2007, S. 2.

<sup>3</sup> Zu weiteren Beispielen mit Analyse vgl. Lothar Kamp/ Alexandra Krieger: Die Aktivitäten von Finanzinvestoren in Deutschland – Hintergründe und Orientierungen, Hans-Böckler-Stiftung Juli 2005, zu finden über [http://www.boeckler.de/pdf/mbf\\_investgesellschaften\\_2005.pdf](http://www.boeckler.de/pdf/mbf_investgesellschaften_2005.pdf) (eingesehen am 14.08.2007), im Folgenden kurz: Kamp/ Krieger.

<sup>4</sup> Spiegelbildlich finden sich Namen der Finanzinvestoren, also der insoweit wesentlichsten Akteure beispielsweise bei Christian Böttger, Strukturen und Strategien von Finanzinvestoren, Arbeitspapier 120 der Hans-Böckler-Stiftung, Düsseldorf März 2006, S. 42 ff.

<sup>5</sup> Vgl. Wirtschaftspolitische Informationen der IG Metall Nr. 4 vom 12.03.2007, S. 5.

<sup>6</sup> Vgl. Bundestagsdrucksache 16/ 3415, S. 2 auf die FDP-Anfrage mit Bundestagsdrucksache 16/ 3181.

<sup>7</sup> Vgl. insofern etwa Handelsblatt vom 03.07.2007, „Mega-Deal rückt näher – Finanzinvestoren arbeiten an der Übernahme eines Dax-Konzerns“.

<sup>8</sup> So angeblich auf einer Veranstaltung im Willy-Brandt-Haus, vgl. FAZ vom 22.06.2007, „Ackermann bei den Genossen – In der SPD-Parteizentrale erklärt der Spitzenbanker, warum Heuschrecken gut sind“.

Bezogen auf die Branche selbst ist das deutsche Arbeitsplatzergebnis eher ernüchternd: Gerade einmal **1.700 Mitarbeiter** sollen mehr als 182 Beteiligungsgesellschaften mit einem Kapital von 28,7 Mrd. Euro in Deutschland verwalten. Weitere Daten im kursorischen Überblick: Nach Angaben des Bundesverbandes Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) seien in Deutschland im Jahr 2006 2,8 Mrd. Euro an neuen Mitteln in Beteiligungsgesellschaften eingebracht worden, davon 66 Prozent aus Deutschland. Nur **6,4 Prozent** der insofern getätigten Investitionen in Höhe von 3,6 Mrd. Euro (2006) seien **in Unternehmensneugründungen** (sog. Start ups) erfolgt – ein relativ mageres Ergebnis oder das Ergebnis einer besonderen Rosinenpickerei. 71,5 Prozent seien in die Übernahme bestehender Unternehmen geflossen. Damit liege Deutschland im globalen Vergleich nach den USA, Großbritannien, Japan und Frankreich auf dem fünften Rang<sup>9</sup>.

**Finanzinvestoren**, die neuen Akteure der modernen Finanzsysteme, sind also schon seit einiger Zeit in Deutschland **auf dem Vormarsch**, und zwar gewaltig. Das **verstärkte Auftreten in Deutschland und die von den Fonds bewegten Volumina (zweistellige Mrd-Summen!)**<sup>10</sup> – Hedge-Fonds sind übrigens seit 2004 in Deutschland zugelassen; die seit den 1970ern in USA und Großbritannien agierenden Private-Equity-Fonds haben in den 1990ern die Bundesrepublik als „Spielplatz“ entdeckt – erklären und rechtfertigen ein erhebliches politisches Interesse.

Um das Phänomen (nicht nur) **wirtschaftshistorisch einordnen** zu können, lässt sich keine prägnantere Darstellung finden als jene, die kürzlich Alt-Bundeskanzler **Helmut Schmidt** in der Zeit gab<sup>11</sup>: „Seit in den 1970er Jahren die ersten größeren Währungsspekulationen begannen, hat sich ein Hang zu finanzieller Spekulation über viele weitere Felder ausgebreitet. Mit hohem Einsatz wird auf die künftige Entwicklung der Preise von Rohstoffen, von Aktien, Anleihen, Grundbesitz, Zinsen gewettet. (...) Zugleich mit dem **Spekulationismus** erleben wir einen Verlust an Anstand und Moral. Kreditfinanzierte Übernahmen gut gehender Unternehmen – zunehmend durch Private Equity Fonds – sind an der Tagesordnung. Dazu kommt vielfach eine grandiose Selbstbereicherung. Finanzmanager treten als Eigentümer auf und entscheiden zum **eigenen kurzfristigen Vorteil über das Schicksal eines fremden Unternehmens und all seiner Mitarbeiter.**“

---

<sup>9</sup> Angaben zitiert nach BMF, Eckpunktepapier „Förderung von Wagniskapital – Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken“, stand: 09.05.2007 (im Folgenden kurz: BMF-Eckpunktepapier), S. 1.

<sup>10</sup> Vgl. In FAZ vom 21.11.2006 „Größter Unternehmenskauf durch Beteiligungsfonds – Der Finanzinvestor Blackstone kauf für 36 Milliarden Dollar die Büro-Immobilien-Gesellschaft Equity Office“; ferner Financial Times Deutschland vom 13.09.2006, „Private Equity erwartet Wachstum ohne Grenzen – Europas Verbandspräsident fordert bessere Kommunikation“, der dort Übernahmen im Wert von 50 Mrd. Euro und mehr für denkbar hält.

<sup>11</sup> Die vollständige Beschreibung und Analyse findet sich in Helmut Schmidt, „Beaufsichtigt die neuen Großspekulanten!“, in: Die Zeit Nr. 6 vom 01.02.2007, S. 21 ff, das hier eingefügte Zitat findet sich S. 23; Auslassung und Hervorhebungen von mir, OR.

Deutschland ist ein Zielland für feindliche Übernahmen geworden – Mannesmann war kein Einzelfall. Die **Wachstumsraten** von **Private-Equity-Häusern** liegen weltweit um ein Mehrfaches **höher als das allgemeine Wirtschaftswachstum**. Man darf von **Raubtierkapitalismus** sprechen. Und auch deutsche Banken bieten ihren privaten Kunden Fondsanteile, Finanzderivate und Zertifikate an, deren Risiken die Kunden nicht selbst beurteilen können.“

Aber: Sollte man sich nicht uneingeschränkt darüber freuen, dass Beteiligungskapital ins Land fließt, selbst wenn ein fiskalischer Beitrag kaum zu erwarten sein dürfte? Denn einem geflügelten Wort zufolge ist in der globalisierten Marktwirtschaft doch nur eines schlimmer, als Kapital nicht besteuern zu können, nämlich: gar kein Kapital im Land zu haben, dass die Volkswirtschaft beeinflusst. Auf dieser Linie dürften zumindest all jene Erwägungen beruhen, die eine uneingeschränkte weitere (zusätzliche) Förderung von Private-Equity-Kapital in Deutschland fordern. Allerdings: Die bloße Existenz von mehr oder minder durch private Vermögende in die Volkswirtschaft gegebenem Kapital garantiert auch noch lange nicht eine ausschließlich positive Beeinflussung der Volkswirtschaft. Ganz im Gegenteil: Das Auftreten der „neuartigen“ Finanzinvestoren ist durchaus **mit erheblichen Problemen für andere Akteure in der Volkswirtschaft** verbunden: Selbst wohlgestimmte Gutachter des Private-Equity-Wesens wagen nicht die Behauptung, die von den Private Equity Akteuren herbeigeführten volkswirtschaftlichen Effekte könnten für andere gar keine negativen Verteilungswirkungen haben<sup>12</sup>.

Dabei muss man sich zu Beginn bereits eines klarmachen: Längst sind (auch) die **problematischen Erscheinungsformen des Finanzmarktes**, die sich der Unternehmenswelt „annehmen“ **nicht mehr einfach** unter einer bestimmten Kategorie **identifizierbar**. So ist die Grenze zwischen Hedge-Fonds und Private Equity Fonds zunehmend schwieriger zu ziehen<sup>13</sup>: Das ist umso verwirrender, als die Idee der Hedge-Fonds sich zunächst allein auf finanzmarktstabilitätsichernde Instrumente bezog: Zins- und Wechselkursrisiken sollten dadurch „gehedged“ werden, indem man diese mit einem entgegengesetzten Risiko, d.h. einem damit korrespondierenden Finanzmarktprodukt abzusichern versucht<sup>14</sup>. Aber auch Hedge-Fonds streben mehr und mehr in das Beteiligungsgeschäft der (umfassender am Finanzmarkt agierenden) Private-Equity-Gesellschaften und investieren auch direkt in Unternehmensbeteiligungen. Umgekehrt erwerben auch traditionelle Investmentfonds zur Umsetzung ihrer Strategien mehr und mehr moderne, innovative Finanzinstrumente, wie sie typischerweise von Hedge-Fonds genutzt

---

<sup>12</sup> Auch das Gutachten der Technischen Universität München (Christoph Kaserer, Ann-Kristin Achleitner, Christoph von Einem, Dirk Schiereck), „Erwerb und Übernahme von Firmen durch Finanzinvestoren (insbesondere Private Equity-Gesellschaften)“, Kurzfassung des Berichts zum Forschungsprojekt 3/ 06 für das Bundesministerium der Finanzen, Berlin, München, 04.04.2007 (im folgenden kurz: TU-Gutachten), kommt nicht zu diesem Schluss, vgl. a.a.O., S. 3f.

<sup>13</sup> So auch Bundesfinanzminister Peer Steinbrück im Interview mit der Börsenzeitung, vgl. Börsenzeitung vom 30.12.2006, „Dem Ausquetschen von Unternehmen einen Riegel vorschieben“.

<sup>14</sup> Vgl. Gabler, Wirtschaftslexikon, 15. Aufl. 2000 zum Stichwort: Hedging.



werden. Als wesentlicher **Unterschied zwischen Hedge- und Private-Equity-Fonds** wird ausgemacht, dass letztere im Wesentlichen geschlossene Fonds seien, aus denen die Anleger erst nach vier bis sieben Jahren wieder herauskommen; bei Hedge-Fonds können die Investoren ihre Anteile üblicherweise zu vorher festgelegten Terminen wieder verkaufen. Weiterhin: Private Equity Fonds erwürben eine Beteiligung üblicherweise mit einer klaren Strategie für die nächsten Jahre des Unternehmens, Strategien von Hedge-Fonds hätten oft einen (noch) kurzfristigeren **Planungshorizont**. Vergegenwärtigt man sich allein in einem ersten überblickgebietenden Schritt, wie Private Equity Fonds ihre Gewinne erzielen – Beteiligungserwerb, Restrukturierung, Fusionierung, Zerlegung, insbesondere durch Verschuldung des betroffenen Unternehmens, so dass dieses für den Kauf durch den Fonds den Preis am Ende selbst bezahlt - so ist ein kurzfristiger Planungshorizont bei ihnen nicht notwendigerweise ausgeschlossen. Da aber auch Hedge-Fonds ihre Renditen nicht zuletzt auch über Fremdkapitalhebel, den sog. **Leverage-Effekt**, zusätzlich anheizen<sup>15</sup>, wird die Differenzierung zwischen beiden Typen, insbesondere wenn sie an einem konkreten Einzelfall evaluiert werden soll, für den Außenstehenden nicht gerade leichter.

Aus diesem Grunde darf sich die weitere Betrachtung über förderliche bzw. problematische Finanzmarktakteure nicht allein an einer eventuell wertlosen Kategorisierung entlanghangeln. Die **entscheidenden Fragen** könnten vielmehr folgende sein: Woher kommen die Probleme durch Private Equity Engagements (egal in welcher Kategorisierung)? Was umgekehrt heißt: Warum, auf welcher Grundlage, auf wessen Kosten haben die Private Equity Akteure ihre spektakulären wirtschaftlichen Erfolge? Wo bestehen für Private Equity Spielräume, die es wirtschaftlich so lukrativ machen? Was ist u.U., sogar der wirtschaftliche Grund dafür, dass Private Equity sich überhaupt am Markt etablieren konnten? Welche (ungerechtfertigten) Lücken genießt Private Equity möglicherweise im System zwischen Kapitalmarkt-, Unternehmensförderungs- und Steuerrecht? Was wird in diesem Sinne „traditionellen“ Akteuren wie Banken und Versicherungen (aus guten oder schlechten Gründen!?) verweigert? Wo hat mithin die Allgemeinheit ein Interesse an diesem Engagement – und wo daran, dass dieses gebremst oder zumindest mit welchen Regularien in ein nützliches Produkt für breite Kreise der Bevölkerung wird? Mit welchen Facetten muss man dabei planen – und welche Regulierungsnotwendigkeiten, an welchen Stellen, mit welchen Facetten, sind deswegen erforderlich?

## **1. Ansatzpunkte zum Handeln: Mögliche Ursachen und Gründe für den Erfolg**

Dabei gibt es **mehrere Gesichtspunkte** zu analysieren<sup>16</sup>, die zugleich vergegenwärtigen, dass das Themenfeld diverse politische Schnittflächen bietet. Das heißt: Es besitzt nicht

---

<sup>15</sup> Vgl. Wissenschaftlicher Dienst des Deutschen Bundestages, Der aktuelle Begriff Nr. 35/ 05 vom 13.06.2005, S. 2.

<sup>16</sup> Eine solche Analyse hat – ohne die hier a. E. ausgeführten Ergebnisse – TU-Gutachten, S. 3 vorgenommen.

allein eine finanzpolitische Dimension, sondern ist verschränkt mit Fragen der Wirtschaftsförderung, weiterhin von Bildungs- und Forschungspolitik, ferner der Rechtspolitik wegen der gesellschaftsrechtlichen Aspekte und schließlich auch des Arbeits(markt)rechts, insbesondere auch mit Blick auf eine Renovierung des Betriebsverfassungsrechts. Um diese zu erkennen, sollte man einige Besonderheiten für Private Equity näher entkleiden und deren begriffliche Zusammenfassung aufspalten. In einem ersten Schritt lassen sich **Einzelaspekte** der Private Equity offen stehenden **Renditeoptimierungsmöglichkeiten** betrachten (bevor in einem zweiten Schritt über eine Betrachtung der gesamtwirtschaftlichen Effekte die für andere Akteure nachteiligen Werttreiber bei Private Equity strukturiert werden und die Analyse vorläufig abschließen),

a. insofern kommen in Betracht:

- (1.) Die **zentrale** und zentral-diskutierte **Renditeoptimierung** beruht auf dem schon erwähnten, sog. **Leverage-Effekt**<sup>17</sup>, d.h. einer **Hebelwirkung durch massiven Einsatz von Fremdkapital**, um die Rendite auf das dementsprechend nur sehr niedrig eingesetzte Eigenkapital „hochzuhebeln“. Kredite, die dabei für den Kauf eines Unternehmens aufgenommen wurden, werden (danach) auf das erworbene Unternehmen übertragen. Dies ermöglicht auf seiten des Fonds dann Sonderdividenden für die Anteilseigner. Im Ergebnis **kauft ein Unternehmen sich damit selbst**, nur dass es **eben nicht selbst auch Eigentümer** von sich wird<sup>18</sup>. Aus dieser – grob anmutenden – Beschreibung lässt sich aber noch nicht genau bestimmen, wo sich ein Regulierungsansatz findet, um diesen Hebel auszuhebeln bzw. gemeinverträglich zu gestalten.
- (2.) Private Equity hat den Vorteil eines „**closed shop von Reichen**“ am Finanzmarkt, und das hat in mehrer Hinsicht Bedeutung:
  - a. Es gibt **keinen „unkontrollierten“ Sekundärhandel**, wie dies etwa mit dem freien Handel an der Börse der Fall wäre. Mit anderen Worten: Für die einmal entwickelte Gemeinschaft besteht nicht das Risiko, dass über feindliche Übernahmen o.ä. ein „Einbruch“ etwa in die „intern“ abgestimmte Strategieplanung, aber auch in die diversen „Informationsvorsprünge“, die mit dem Engagement einhergehen, gelingen kann.
  - b. Der „closed shop“ verhindert auch sonst über das Börsenwesen ermöglichte Informationen über dieses Geschäftsfeld, wobei der „shop“ geradezu merkwürdige Anzelelemente enthält: So können die Unternehmen **börsliche Offenlegungspflichten vermeiden**, indem sie Private Equity als eine Art

<sup>17</sup> Insofern sei insbesondere auf die „Facetten“ unter (6.) und (10.) verwiesen.

<sup>18</sup> Zu diesem Geschäftsmodell vgl. statt vieler Alexandra Krieger, IG-Metall-Gutachten – Kann ein Unternehmen sich selbst kaufen?, in: Mitbestimmung – Magazin der Hans-Böckler-Stiftung, 11/2006, S. 62 ff.; ausführlich zu den Anlagestrategien vgl. Christian Böttger, Strukturen und Strategien von Finanzinvestoren, Arbeitspapier 120 der Hans-Böckler-Stiftung, Düsseldorf März 2006.

Neben-Finanzmarkt benutzen – und dies schlägt sich sogar in einem **kostensparenden Effekt** nieder, weil Aufwendungen gegenüber einem Börsengang vermieden werden können<sup>19</sup>.

- (3.) Die Art der Beteiligung, d.h. deren Zielrichtung auf einen qualifizierten Anteilsbesitz (entweder in Form qualifizierten, also mit Informationsrechten ausgestatteten Minderheitsbesitzes oder u.U. auch eines gezielt angestrebten Mehrheitsbesitzes) kann zu einem anderen (faktischen) Privileg insbesondere gegenüber allen Akteuren an den Börsen führen. Gemeint sind **wesentliche Informationsvorsprünge über die Substanz eines Unternehmens**; insoweit wird von **asymmetrisch verteilter Information bzw. Insiderkenntnissen** gesprochen<sup>20</sup>.
- a. Diese können einerseits die **stillen (und ggf. versilberbaren) Reserven**<sup>21</sup> betreffen, die allerdings in einer Unternehmenskrise die Substanz für deren Überwindung darstellen. Ohne diesen Informationsvorsprung, der jederzeit aktualisierbar ist (weil der mehr oder minder qualifizierte Anteilseigner leichter und jederzeit Monats- oder Quartalsauswertungen von der unternehmenseigenen Buchführung verlangen kann, mithin ein Mehr-Wissen ähnlich einer kreditgebenden Bank hat, wahrscheinlich also auch „besser“ sind, als für Anleger im Rahmen der Offenlegungs- und Informationsobliegenheiten nach dem Aktien- und sonstigen Wertpapierrecht) wären die Grenzen eines optimalen Leverage-Effektes (und die Auslotung seiner Grenzen, um nicht in den Vorwurf einer Insolvenzverschleppung zu geraten) nicht möglich;
  - b. die Informationsvorsprünge können weiterhin das regelmäßig erneuerbare (s.o. a.) Wissen um eventuell **sich entwickelnde krisenähnliche Unternehmensentwicklungen** betreffen, die wichtig sein können für die Planung eines Exit-Szenarios;
  - c. sie dürften ferner die **Personalstruktur** umfassen; dies meint nicht nur das Wissen um das Potential, wie ggf. durch Einsatz von Zeitarbeit o.ä. Kosteneinsparungen gelingen können, sondern auch, ob und inwiefern sich für den Fonds oder mit anderem Interesse „abziehbares“, also anderweitig fruchtbar machendes Managementpotential im Personalkörper befindet;
  - d. und speziell mit Blick auf den sog. **Venture-Capital-Markt**, d.h. die Finanzierung von Unternehmensneugründung, kann es um

---

<sup>19</sup> TU-Gutachten, S. 4, scheint insofern Börsenarbitrage zu meinen.

<sup>20</sup> Christian Böttger, Strukturen und Strategien von Finanzinvestoren, Arbeitspapier 120 der Hans-Böckler-Stiftung, Düsseldorf März 2006, S. 30 spricht – sicherlich auch insofern – von Unternehmerischer Freiheit ohne Unternehmer, die sich umgekehrt für die Unternehmen in einem Verlust unternehmerischer Freiheit widerspiegeln, vgl. Christian Böttger, a.a.O., S. 31.

Informationsvorsprünge gehen, die die Produktdurchsetzung und Marktbefähigung von Forschungsergebnissen berühren.

(4.) Die sonst nur dem „Unternehmer“ zukommenden Informationsvorsprünge gehen (nicht zuletzt in steuerlicher Hinsicht) mit einer **risikominimierten, pseudo-nicht-unternehmerischen Stellung** einher, weil sich die rechtliche Struktur so „stricken“ lässt, dass (insbesondere im Falle der GmbH & Co KG), nur eine **begrenzte Haftung** für den Fonds in Betracht kommt<sup>22</sup>. Daneben gibt es zwar – als Tribut für die begrenzte Haftung innerhalb einer GmbH & Co KG – das Risiko, das wegen der Haftungsbegrenzung notwendigerweise einzuzahlende Kapital verlieren zu können (wenn das erworbene Unternehmen in die Insolvenz gehen sollte). Je mehr jedoch durch gewinnnausschüttungsorientierte Verschuldung oder andere Renditeoptimierung an Ausschüttungspotential erzielt werden kann, umso weniger dürfte dieser Aspekt, erst recht angesichts der parallel in großem Stil einhergehenden Fremdfinanzierung, Relevanz haben. – Die indirekte Finanzierung eines Unternehmens durch Private Equity hat gegenüber dem Direktinvestment den „Charme“, die klassische Unternehmerposition mit ihren Nachteilen (insbesondere dem unternehmerischen Risiko) meiden und ihre Vorteile gleichwohl genießen zu können.

(5.) Zusätzlich kann diese **risikominimierte, pseudo-nicht-unternehmerische Struktur** insbesondere **in steuerlicher Hinsicht** die unternehmerisch bedingten „Belastungen“ des Steuerrechts vermeiden<sup>23</sup>, namentlich durch die Gewerbesteuer. Dazu muss dem Fonds (und mithin seinen Anteilseignern) lediglich eine allein **vermögensverwaltende Qualifikation** zukommen<sup>24</sup>, die die **Gewerbesteuerpflicht** des Fonds (wenn auch „noch“ mit klarer Grenzziehung<sup>25</sup>) **ausschließt**. Dementsprechend ist die in Deutschland gebräuchlichste Gesellschaftsform zur Aufsetzung eines Private-Equity-Fonds die als vermögensverwaltende **GmbH & Co KG** errichtete Kommanditgesellschaft.

Allerdings kann jede größere Aktivität eines Fonds dazu führen, dass seine ausnahmsweise gewerblich entprägten (weil als nur vermögensverwaltend eingestuft) Einkünfte von der Steuerverwaltung „umgedeutet“, mithin dann

---

<sup>21</sup> Hierauf weist auch Christian Böttger, Strukturen und Strategien von Finanzinvestoren, Arbeitspapier 120 der Hans-Böckler-Stiftung, Düsseldorf März 2006, S. 32 hin.

<sup>22</sup> Vgl. Christian Böttger, Strukturen und Strategien von Finanzinvestoren, Arbeitspapier 120 der Hans-Böckler-Stiftung, Düsseldorf März 2006, S. 14.

<sup>23</sup> Ein ausführliches Gutachten zu den steuerlichen Aspekten der Aktivitäten von Private-Equity-Fonds und Hedge Fonds hat die Hans-Böckler-Stiftung in Auftrag gegeben und publiziert; vgl. L. Jarass/ G.M.- Obermair: Steuerliche Aspekte der Aktivitäten von Private Equity und Hedge Fonds – Gutachten im Auftrag der Hans-Böckler-Stiftung, Juli 2007, zu finden über [http://www.boeckler.de/pdf/mbf\\_gutachten\\_jarass\\_2007.pdf](http://www.boeckler.de/pdf/mbf_gutachten_jarass_2007.pdf) (eingesehen am 14.08.2007).

<sup>24</sup> Dazu BMF-Schreiben vom 16.12.2003, Bundessteuerblatt 2004 Teil I, S. 40.

doch zur Gewerbesteuer herangezogen werden<sup>26</sup>. Diese

**Aktivitätsbegrenzungen** haben allerdings – gegenläufig zu den Wünschen der Branche<sup>27</sup> – ihren guten Sinn. Dies zeigt die grundsätzliche Überlegung, dass ansonsten die Übernahme durch einen Private-Equity-Fonds mit anschließend diesem zugestandener aktiver Rolle im Unternehmen bei gleichzeitiger Gewerbesteuerfreihaltung ein „wunderbares“ Gewerbesteuersparmodell werden könnte (was sie bei geschickter Konstruktion möglicherweise schon jetzt sein kann). Aber dieses Szenario wäre sogar noch steuerbar: Denn die „Aktivitätsklausel“ ist in den **Doppelbesteuerungsabkommen** ein **wesentlicher Aufhänger**, um zu einer **Besteuerung von Steuerausländern** im Inland überhaupt zu gelangen. Suspendiert man die Aktivitätsklausel, etwa indem man die Unternehmensebene wie bei REITs grundsätzlich **vollständig steuerfrei** stellt<sup>28</sup>, dann ist das eine **Verabschiedung aus der Besteuerung** überhaupt.

Damit zu den steuerlich bedingten Renditeoptimierungen, die möglicherweise **auf der Anlegerseite** vorzufinden sind: Auch hier spielt die Qualifikation des Fonds als vermögensverwaltend eine große Rolle. In ihrem Gefolge können, wenn die Fondsbeteiligung im Privatvermögen des Anlegers gehalten wird, diese **Einkünfte nicht einkommensteuerbar** sein. Mit anderen Worten: Insbesondere bei **Anleger(nicht) besteuert in Offshore-Steuerparadiesen**, aber auch in unseren Nachbarländern wie den **Niederlanden** oder der **Schweiz** könnten Veräußerungsgewinne und/ oder Kapitalerträge letztendlich **steuerfrei** sein<sup>29</sup>.

- (6.) Private Equity kann ferner auf **Finanzierungsstrukturen** zugreifen, die der **klassischen Finanzbranche in bestimmten Fällen „verschlossen“** sein könnten (wobei die Banken durchaus an maßgeblichen Hebeln sitzen<sup>30</sup>),
- a. namentlich durch **stärkeren Einsatz** von Wandelschuldverschreibungen oder dem („schlechter besicherbaren“, aber im Insolvenzfall vorrangig zu bedienenden) **Mezzanine-Kapital**,

---

<sup>25</sup> Eine gewisse Eingrenzung enthält noch der o.g. Erlass zu Private-Equity-Fonds vom 16.12.2003 (BStBl. 2004 I, 40).

<sup>26</sup> Zu den problematischen Aspekten insofern in einem sehr groben Überblick Dirk Janssen in: Börsen-Zeitung vom 01.11.2006, „Private-Equity-Gesetz könnte Mittelstand Impulse geben“, zum diffusen „Klärungsbedarf“ bislang nur erhoben in der Venture Capital-„Werbebroschüre“ Deutsche Bank Research Nr. 60 („Mehr Pep für Europas Wirtschaft“) vom 24.11.2006, S.10.

<sup>27</sup> Zu diesen Wünschen vgl. Handelsblatt vom 07.11.2006, „Regierung findet keine klare Linie“, ferner a. a. O. das Interview mit Wilhelm Haarmann „Deutschland gerät ins Hintertreffen“.

<sup>28</sup> Dies wird vom diesbezüglichen Branchenverband BVK anscheinend gefordert, mit dem Stichwort „gesetzlich geregelte Steuertransparenz der Fondsgesellschaften“, vgl. Handelsblatt vom 07.11.2006, „Regierung findet keine klare Linie“.

<sup>29</sup> Vgl. Wirtschaftspolitische Informationen der IG Metall Nr. 4 vom 12.03.2007, S. 8.

<sup>30</sup> Als Beleg für den Einfluss der Banken vgl. Handelsblatt vom 19.07.2007, „Auf der Suche nach neuen Wegen – Die Private-Equity-Branche muss sich auf härtere Zeiten einstellen. Das steigende Risikobewusstsein der Kreditgeber verteuert die Finanzierung der Deals. Renditen geraten unter Druck. Die Rückkehr zur Normalität kommt vor allem den Banken entgegen.“, ferner FTD vom 18.07.2007, „Gebremste Gier“.

- b. wobei Private Equity Investoren sich mit ihrer Finanzierungsstruktur **nicht gegenüber Rating-Agenturen rechtfertigen** müssen, mithin nicht dem Basel II-Regularium unterliegen<sup>31</sup> und deswegen,
- c. d.h. in der Kombination mit der für sie unter Renditegesichtspunkten hochinteressanten **Fremdfinanzierungsstruktur (im Kontext des sog. Leveraged Buyout, LBO)**<sup>32</sup>, sogar zu einem **willkommenen Partner der Banken** werden, der einerseits wegen des hohen Fremdfinanzierungsbedarfs **Kreditzinseinnahmen** bringt und andererseits einen Weg für diese bietet, **„Basel II“ zu „umgehen“**.
- d. Dieser Aspekt wird **dadurch verstärkt**, dass Private Equity Fonds<sup>33</sup>
  - i. **weder** einer **staatlichen Lizenz** bedürfen,
  - ii. **nicht** wie (Privat-)Banken dem **Zwang zu einer bestimmten Rechtsform**, nämlich der Aktiengesellschaft **mit einem höheren Mindestkapital** unterliegen,
  - iii. möglicherweise **nicht** der **Bankerlaubnispflicht** nach § 32 KWG unterliegen, obschon in wirtschaftlicher Hinsicht zumindest ähnliche Kapitalsammelfunktionen vorgefunden werden,
  - iv. **nicht** wie Investmentfonds allgemeinen **Anlagebeschränkungen** unterliegen (§ 99 Abs. 3 InvG) und es auch **keine Pflicht** zur jederzeitigen Rücknahme der von den Investoren zurückgegebenen Anteile, die zumindest mit beachtlichen Liquiditätskosten behaftet wäre, gibt (§ 37 Abs. 1 InvG).
- e. Eine besondere Pikanterie dürfte schließlich darin liegen, dass der **Exit** für Private Equity Engagements obendrein **über den klassischen Kapitalmarkt** läuft und so die Renditeoptimierung „abrundet“<sup>34</sup>.

(7.) Private Equity dürfte ferner davon profitieren, dass die bestehenden **Finanzierungswege für technologieorientierte Unternehmensgründungen** – allen bestehenden Fördertöpfen zum Trotz – **schlechter als allgemein angenommen** sein könnten. Anderenfalls ist kaum

<sup>31</sup> Vgl. insofern Kamp/ Krieger, S. 9 ff.

<sup>32</sup> Dieser Aspekt wird in der laufenden Diskussion als Dreh- und Angelpunkt der Kritik ausgemacht, vgl. etwa IG BCE, Wirtschaftsinfo: Finanzinvestoren, Nr. 3/ 2007 Mai 2007, S. 4. Da Fremdfinanzierung per se „nichts Böses“ darstellt, lässt sich aufgrund dieser Analyse auch kaum eine konkretere Handlungsempfehlung entwickeln, die keine größeren Verwerfungen nach sich zieht; entscheidend ist daher der Aspekt das mit diesem „Medium“ finanzmarktstabilisierende Regularien umgangen werden, womit man – unter Rückgriff auf bestehende Regeln bzw. deren Erweiterung – viel besser zu konkreten Handlungsmöglichkeiten gelangt.

<sup>33</sup> Zu sämtlichen nachfolgenden Unterpunkten vgl. auch Lucas Zeise in: FTD vom 07.08.2007, „Wo die Aufseher versagt haben“.

<sup>34</sup> Mit illustrativen Hinweisen in diese Richtung Berliner Zeitung vom 26.03.2007, „Das kluge Geld verkauft an das dumme Geld – Warum der Finanzinvestor Blackstone als erster seiner Branche an die Börse will“; vgl. ferner FAZ vom 20.07.2007: „Beteiligungsfonds laden Unternehmen an der Börse ab – Kritik an der hohen Verschuldung von Neuemissionen aus den Händen von Finanzinvestoren“, vgl. ferner Christian Böttger, Strukturen und Strategien von Finanzinvestoren, Arbeitspapier 120 der Hans-Böckler-Stiftung, Düsseldorf März 2006, S. 32.

zu erklären, warum **Private Equity** bei Finanzierungen im Umfeld technologieorientierter Unternehmensgründungen (dann über den Spezialfall des sog. Venture Capital Fonds) sogar die **Qualität einer Zertifizierungsstelle** zugewiesen wird. Unbenommen davon, dass ein privatkapitalbedingtes Engagement zur Erhöhung der Investitionen in und aus Forschung und Entwicklung auch positiv bewertet werden muss, darf die anscheinend nicht unbeachtliche Dominanz von Private Equity doch die Frage aufwerfen, ob es (demgegenüber) nicht zu schlecht um die direkte Unterstützung von Forschern und Entwicklern (ob nun durch Subventionen oder durch verbesserten Zugang zu den „klassischen“ Finanzierern wie den Banken) beim Übergang ihrer Ergebnisse in betriebswirtschaftlich erfolgreiche Produkte und deren Vermarktung steht. Mit anderen Worten: Der **übrige Kapitalmarkt bietet keinen ausreichenden Fundus für innovative kleine und mittlere Unternehmen**. Dies könnte sowohl für den Fall einer nötigen **Wachstumsfinanzierung** als auch im Zusammenhang mit **Unternehmenskrisensituationen** („distressed situations“) der Fall sein<sup>35</sup>. Mit Fokus auf das sog. Wagniskapital (Venture Capital) spricht Finanzstaatssekretär Axel Nawrath sogar von einem spürbaren Marktversagen<sup>36</sup>. Speziell staatliche Institutionen könnten zu stark reglementiert sein, um Gründungen vor Ort im Interesse der Gesellschaft fördern zu können. „Böse“ gesprochen: **Könnte eine Kombination aus (EU-rechtlich oder wie auch immer) organisierter staatlicher Schwäche nebst einer aus gesamtgesellschaftlichem Interesse stattfindenden Regulierung des Kapitalmarktes verhindern, dass aus Innovationen kleine und mittlere Unternehmen entstehen bzw. nur noch „in Abhängigkeit“ von Private Equity entstehen können?** Und würde mit der Stärkung von Private Equity (alternativ zu einer auszubauenden direkten Unternehmensförderung) nicht eher weniger Diversifizierung des Unternehmensmarktes befördert, als vielmehr nur mehr Abhängigkeit von „den Händen der Reichen“? Schon gegenwärtig kann die ausschließliche Renditeorientierung der Finanzinvestoren just-in-time-Produktionen der Industrie bedrohen<sup>37</sup>. Es mag Chance sein, aber eben auch Risiko. Das könnte nach einer umfassenden

---

<sup>35</sup> Vgl. Böckler-Impuls 3/ 2007 vom 14.02.2007, „Gefährliche Anleger“.

<sup>36</sup> Vgl. das Interview mit StS Axel Nawrath in der Börsen-Zeitung vom 14.04.2007 „Private-Equity-Gesetz zielt auf mehr Transparenz“.

<sup>37</sup> Vgl. den Hinweis von VW-Betriebsratschef Bernd Osterloh im Interview mit der Berliner Zeitung vom 07.05.2007, „Wir sind keine Klimamuffel“: (...) Ich will es am Beispiel der Zulieferindustrie erklären: Die Autokonzerne sind in hohem Maße abhängig von der pünktlichen Belieferung mit Autoteilen für ihre Produktion. Derzeit ist zu beobachten, dass Zulieferbetriebe – die ja oftmals mittelständische Familienbetriebe sind – auf der Einkaufsliste von Hedge Fonds stehen. Darin liegt eine große Gefahr. Das bedeutet, dass die Zulieferung unter den Einfluss unsicherer Kantonisten kommt. (...) Finanzinvestoren geht es ausschließlich um eine hohe Rendite. Wird diese nicht erfüllt, dann wird der Betrieb weiterverkauft oder dicht gemacht. In letzter Konsequenz drohen den Autoherstellern damit Lieferausfälle. Und das wäre schlicht eine Katastrophe, weil dann die Bänder still stehen und ein riesiger finanzieller Schaden entstehen würde.“

Strategie zur Kapitalmarktgesetzgebung rufen, um „Private Equity“ in den Griff zu bekommen, genauer: in eine demokratisch geordnete Kontrolle. Nicht die Legitimierung und weitere Begünstigung, sondern die Regulierung von Private Equity müsste auf der Tagesordnung stehen. Dementsprechend, so viel Vorgriff an Handlungsperspektive sei schon an dieser Stelle erlaubt, könnte nicht die (auch nur vermeintlich nötige) Verbreiterung des Einsatzfeldes von Private Equity/ Venture Capital auf dem politischen Programm stehen. Vielmehr müsste das Augenmerk auch darauf gerichtet sein, öffentliche und klassisch-, d.h. regulierte kapitalmarktorientierte Finanzierung von innovativen Unternehmensneugründungen zu renovieren. Denn das Auftreten von privatem Beteiligungskapital könnte im Kapitalgleichgewicht auch zu einer (politisch erwünschten/ unerwünschten) niedrigeren Eigenkapitalquote führen.

(8.) Eine weitere Renditeperspektive für Private Equity wird über den **Nachfolgestau in der deutschen Unternehmerlandschaft** geöffnet. Schon gegenwärtig wollen nur noch knapp 44% der Mittelständler ihr Unternehmen innerfamiliär weitergeben; kurzum: oft fehlen einfach die Kinder, die das Unternehmen übernehmen wollen oder können<sup>38</sup>. Im Nachfolgekanal „Verkauf“ gewinnen Private Equity Fonds - insbesondere bei größeren Mittelständlern – an Bedeutung<sup>39</sup>. Die Zuhilfenahme von Private Equity Fonds wird deswegen als besonders notwendig erachtet, weil Unternehmensverkäufe an Externe (einschließlich an Mitglieder des bestehenden Unternehmensmanagements) über deren Privatvermögen bzw. andere Finanzierungswege kaum alleine gedeckt werden könnten<sup>40</sup>. Auch dies ruft nach einer umfassenderen Evaluierung der einzelnen Kapitalmarktaktionen sowie einer breiter angelegten politischen Antwort auf diese Strukturherausforderung. – Eine nicht unbeachtliche Komponente – nicht nur im Zusammenhang mit dem Nachfolgestau – können Fehlanreize durch das 1994 umfassend geänderte **Insolvenzrecht** ergeben<sup>41</sup>.

(9.) Zu den Renditeoptimierungsmöglichkeiten von Private Equity im weiteren Sinne gehören sicherlich auch **spezifische, steuerunterstützte Motivationselemente für die Fonds-Manager**. Neben einer fixen Vergütung erhalten diese einen zusätzlichen Gewinnanteil, sofern die Fondsrendite eine

---

<sup>38</sup> Vgl. Deutsche Bank Research vom 29.05.2007, „Deutscher Mittelstand vom Aussterben bedroht?“, S. 15.

<sup>39</sup> Deutsche Bank, Research vom 29.05.2007, a.a.O., S. 16; dies bestätigend mit dem Hinweis auf darauf folgende Strukturänderungen in den Unternehmen FAZ vom 05.07.2007, „Finanzinvestoren sorgen für mehr Transparenz“, vgl. ferner Christian Böttger, Strukturen und Strategien von Finanzinvestoren, Arbeitspapier 120 der Hans-Böckler-Stiftung, Düsseldorf März 2006, S. 30.

<sup>40</sup> Vgl. Deutsche Bank, Research vom 29.05.2007, a.a.O., S. 17; zu diesem Umstand als Renditeoptimierungsfaktor bzw. günstige Rahmenbedingung vgl. Kamp/ Krieger, S. 14.

<sup>41</sup> Vgl. dazu Christian Böttger, Strukturen und Strategien von Finanzinvestoren, Arbeitspapier 120 der Hans-Böckler-Stiftung, Düsseldorf März 2006, S. 32.



vorgegebene Rendite (die sog. Hurdle Rate) überschreitet (sog. carried interest). Dieser carried interest<sup>42</sup> wird steuerlich als Einkunft aus selbständiger Tätigkeit bewertet und wird systemabweichend „nur“ dem Halbeinkünfteverfahren unterworfen, bleibt also zu 50 Prozent unbesteuert<sup>43</sup>. Der Spiegel hat Ende 2006 indirekt darauf hingewiesen, dass dem Carried Interest für die Finanzmarktmanager ein ganz besonderer Anreiz für die Verbreiterung des Private Equity-Wesens innewohnen soll<sup>44</sup>.

- (10.) Damit schließlich zu einer **volkswirtschaftlich-bedingten „Renditegarantie“**. Sie dürfte indirekt aus den Maastricht-Verabredungen zum Europäischen Stabilitäts- und Wachstumspakt folgen: Die hohe Attraktivität von sog. Leverage-Finanzierungen der Private Equity-Branche, also Finanzierungen unter Zuhilfenahme hoher Fremdkapitalmittel, lohnt renditesteigernd vor allem in **Niedrigzinsgebieten und einer damit verbundenen Liquiditäts- bzw. Geldmengenschwemme**<sup>45</sup>. Eine gewisse Tendenz zugunsten einer Niedrigzinspolitik besitzen die Rahmenbedingungen für den Euro über den Rahmen für die Zinspolitik der EZB: Die alleinige Verpflichtung, die Geldwertstabilität zu erhalten, führt in Kombination mit dem sanktionierten 3-Prozent-Kriterium für Staatshaushalte zu einer institutionalisierten Sparpolitik. Konsumorientierung für breite Bevölkerungskreise wird deswegen durch staatliche Impulse verhindert. Dementsprechend sinkt die breit gestreute Kreditnachfrage. Bei einem hohen Geldangebot – wofür die Stabilitätsgarantie ebenso spricht wie eine Tendenz in der Politik, Umverteilung von oben nach unten nicht durch Steuerpolitik zu korrigieren, sondern im Wege des Steuerwettbewerbs eher zu verschärfen – hat dies niedrige Zinsen (zwar nicht zwangsläufig, aber) tendenziell zur Folge<sup>46</sup>.

Volkswirtschaftliche Problemkonstellationen durch Private Equity werden neuerdings auch im Kontext mit renditegetriebenen **Problemen für die Produktionsindustrie**, etwa ausgehend von übernommenen

---

<sup>42</sup> Genauer dazu etwa Christian Böttger, Strukturen und Strategien von Finanzinvestoren, Arbeitspapier 120 der Hans-Böckler-Stiftung, Düsseldorf März 2006, S. 24 oder L. Jarass/ G.M.-Obermair: Steuerliche Aspekte der Aktivitäten von Private Equity und Hedge Fonds – Gutachten im Auftrag der Hans-Böckler-Stiftung, Juli 2007, a.a.O., S. 2 in einer guten schematischen Aufbereitung des Geschäftsmodells.

<sup>43</sup> Soweit nicht als Fall der Unterausnahme der Fondsmanager zu mehr als 1 % am Unternehmen, in das investiert wurde, aufgrund seines erhöhten Gewinnanteils beteiligt ist und damit einer (erhöhten) Besteuerung nach § 17 EStG unterliegen könnte (die u.U. aber auch zur Steuerfreiheit führen könnte).

<sup>44</sup> Vgl. Der Spiegel Nr. 51 vom 18.12.2006, S. 64, insbesondere S. 76 („Der große Schlussverkauf“).

<sup>45</sup> Vgl. Lucas Zeise in FTD vom 06.02.2007, „Japanisches Spielgeld“ bzw. derselbe in FTD vom 13.02.2007, „Alter Trick mit Hedge Fonds – Die Liquiditätsschwemme bedroht die Stabilität des weltweiten Finanzsystems“.

<sup>46</sup> Zu der These, dass ein niedriges Zinsniveau die Tätigkeit von Private Equity begünstigt, vgl. Kamp/Krieger, S. 15.

**Autozulieferern**<sup>47</sup> (ein durchaus ambivalentes Beispiel ist insofern allerdings der Verkauf von Siemens VDO<sup>48</sup>) oder mit Blick auf **Energieunternehmen**<sup>49</sup> und damit verbundenen Marktauswirkungen erörtert. In den USA zeige das **Aussterben der AAA-gerateten Unternehmen**, wie stark die Verschuldungswelle geworden sei. Zu dieser Diskussion gehört auch die **Ablösung der Banken** als Mittelstandsfinanzierer, mit allen möglichen Problemkonstellationen für diese Branche.

- b. Eine andere, zusätzliche Perspektive auf die Ursachen des „wahnsinnigen“ Erfolges gelingt, wenn man diese nach den unterschiedlichen „**Werttreibern**“ von **Private Equity** strukturiert<sup>50</sup>. Betrachtet man die gesamtwirtschaftlichen Effekte, so lässt sich herausarbeiten, welche potentiell (ungerechtfertigt) nachteilig für andere Akteure sind.

Äußerst diffus sind die Antworten auf die Frage, **ob** und inwiefern überhaupt ein **Wertschöpfungsprozess eigener Art durch Private Equity** ausgemacht werden kann.

In der Diskussion stehen dabei vor allem die sog. **Buyouts**, d.h. die finanzmarktgetriebenen Unternehmensveräußerungen bzw. –beteiligungen. Der Streit, um das „Ob“ kann dabei durchaus ein hohes Maß an **Absurdität** besitzen. Die (vermeintlich hohe) Wertschöpfung von Private Equity wird zumeist mit der Unerklärbarkeit ihres stärkeren Erfolgs gegenüber dem durch eine „traditionelle“ Unternehmensführung erläutert („Wieso sind die Renditen bei einem Private-Equity-Einstieg höher als ohne?“). Erklärungselemente für die gefährliche „**Superrendite**“<sup>51</sup> könnten

1. die Reduktion von „Agency-Kosten“
2. die disziplinierenden Funktion des Fremdkapitals,

---

<sup>47</sup> Vgl. das Interview mit VW Betriebsratschef Osterloh in: Berliner Zeitung vom 07.05.2007; „Wir sind keine Klimamuffel“., ferner taz vom 20.04.2007, „Globalisierung in Franken – Finanzinvestoren haben den fränkischen Bremsenhersteller FTE übernommen. Die Gewinne fließen ab, investiert wird nicht“, ferner Der Tagesspiegel vom 12.04.2007, „Die Piranha Strategie“ zum Fall des Leverkusener Bremsbelagherstellers TMD Friction.

<sup>48</sup> Was zeigt, dass die gesamte Debatte angesichts ihres grundsätzlichen „Grau-Charakters“ (d.h. keine Schwarz-Weiß-Malerei möglich) vor allem einer sorgfältigen Differenzierung hinsichtlich ihrer Problemzonen bedarf; zum VDO-Deal, bei dem die Gewerkschaften sowohl die Veräußerung an einen Fonds (TRW) als auch an Continental mit Einbußen für Arbeitnehmer einhergehen sahen vgl. FTD vom 20.07.2007, „Widerstand gegen VDO-Verkauf bröckelt“ sowie FTD vom 23.07.2007, „VDO-Verkauf – Bitte keine Politik (zu den Interventionen von Ministerpräsident Wulff zugunsten des in Niedersachsen ansässigen Konzerns Continental)“, ferner Georg Meck, „Siemens VDO – Peter Löschers erste Bewährungsprobe“ in faz.net vom 23.07.2007, zu finden über <http://www.faz.net/s/RubD16E1F55D21144C4AE3F9DDF52B6E1D9/Doc~EE8AF95E01DAD4A73B3E1E659119DC5A0~ATpl~Ecommon~Scontent.html> (eingesehen am 01.08.2007, sowie Jochen Remmert, „Autozulieferer – Große Nervosität bei Siemens VDO“ in faz.net vom 23.07.2007, zu finden über <http://www.faz.net/s/RubBEFA4EA6A59441D98AC2EC17C392932A/Doc~E162E5EE6248D4C319CD5D721DEAAEC72~ATpl~Ecommon~Scontent.html> (eingesehen am 01.08.2007) und Berliner Morgenpost vom 25.07.2007, „Continental in der Zwickmühle“.

<sup>49</sup> Vgl. Berliner Zeitung vom 20.04.2007, „Mega-Übernahme mit Zugeständnissen – Finanzinvestoren kaufen US-Stromkonzern für 45 Milliarden Dollar“.

<sup>50</sup> Eine solche Betrachtung stellt auch TU Gutachten, S. 3 f, a.a.O. ohne nähere Spezifizierung, an.

3. eine verbesserte Unternehmenskontrolle,
4. eine Abnahme des unternehmerischen Freiraums bzw.
5. die Abnahme von Bürokratie sein.

Man muss allerdings einen sehr eigenen Begriff von Wertschöpfung haben, um eine solche hinter diesen Faktoren erkennen zu können. Denn letzten Endes steckt hinter jeder der genannten Komponenten nichts anderes als eine Zurückdrängung anderer Wirtschaftssubjekte, mithin nichts anderes als eine Umverteilung hin zum Faktor Kapital, zumal die Uniformität, mit der das Investmentwesen insgesamt vorgeht, nicht gerade für eine kreative, volkswirtschaftlich positive Impulse gebende Wirkung spricht<sup>52</sup>.

**Welche Werttransfers mit welchen Benachteiligungen** und aufgrund welcher Mechanismen sind daher in Augenschein zu nehmen? **Fünf Gruppen** könnten im Wesentlichen **Werteinbußen** durch Private Equity erleiden: der Fiskus bzw. die **Fisci der Staaten** (dazu nachfolgend 1.), die bestehenden **Fremdkapitalgeber** (dazu 2.), die Börsen (dazu 3.), die **Alteigentümer** (dazu 4.) und die **Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer** (dazu 5.).

- (1.) Der **Fiskus**, besser: mehr oder minder alle Fisci der Staaten treiben die zusätzliche Rendite von Private Equity, indem sie durch die **Abzugsfähigkeit von Fremdkapitalzinsen**, die mehr oder minder **schwache Besteuerung von Kapitalgewinnen und Kapitalerträgen** auf privater wie auf Körperschaftsteuerebene sowie durch die geschlossenen **Doppelbesteuerungsabkommen** auf Einnahmen verzichten. Nicht durch Zufall strukturieren die meisten Fondsinstitute ihre Anlagen über steuertransparente Offshore-Gesellschaften oder ausländische Limited Partnerships sowie zunehmend als luxemburgische SICAV oder SICAR. Die Stärke des hinter dem jeweiligen Fiskus steckenden Staates (präziser: die Durchsetzungskraft des jeweiligen Staates bei der Aushandlung von Doppelbesteuerungsabkommen) entscheidet letztendlich, ob sich in Verbindung mit Private Equity ein positives oder ein negatives fiskalisches Ergebnis ergibt. Mit anderen Worten: Was aufgrund der Stärke der USA sehr gut laufen kann, kann für Deutschland ganz anders aussehen. Im Extremfall können Private Equity Investoren anscheinend sogar so viel Druck ausüben, dass Finanzämter den Erlass von schon festgesetzten Steuern in dreistelliger Millionenhöhe verfügen<sup>53</sup>. Hinzu kommen möglicherweise in

---

<sup>51</sup> Der Begriff wird – als eine von drei Ursachen für die Besonderheiten und Gefahren von Private Equity von Wirtschaftspolitische Informationen der IG Metall Nr. 4 vom 12.03.2007 verwendet.

<sup>52</sup> Kritisch insoweit Tobias Bayer, „Angriff der Klonkrieger“, in: FTD vom 17.07.2007.

<sup>53</sup> So berichtet für den Fall des Leverkuseners Automobilzulieferers TMD Friktion, in dem die Stadt Leverkusen mit Billigung des CDU-geführten NRW-Finanzministeriums auf 100 Millionen Steuer

Insolvenzfällen „Steuerverluste“ durch steuerliche Geltendmachung von Kapitalabschreibungen. Die Attraktivität von Kapitalanlagen in Private-Equity-Fonds wird also ganz entscheidend durch die steuerlichen Rahmenbedingungen beeinflusst.

- (2.) Auch **Fremdkapitalgeber** von Private Equity könnten Beeinträchtigungen unterworfen sein. Erhöht sich der Verschuldungsgrad eines Unternehmens, mehr oder minder auf Veranlassung durch einen Private Equity Fonds, und verschlechtert sich daher das Rating des Unternehmens, könnten in der Folge auch die **Refinanzierungskosten** für die Geldinstitute **teurer** werden oder Anleihegeber mit einer **Verschlechterung ihrer Position am Kapitalmarkt** rechnen müssen<sup>54</sup>. Es liegt im Übrigen in der Logik der mit Buyouts einhergehenden Umschuldungen, dass die dann gesteigerte Größe der Kredite (die vorher unternehmerisch u.U. aus guten Gründen diversifiziert wurden) zu schlechteren Kreditzinskonditionen für die Fremdkapitalgeber laufen kann. Führt die Verschuldung (sogar) in die Insolvenz<sup>55</sup> hat das Geldinstitut bzw. der Geldgeber (dann allerdings möglicherweise steuerlich abgefederte) vollständige Forderungsausfälle. Die **Gewinnsteigerung durch Kreditfinanzierung** hat also auch bei den Fremdkapitalgebern einen Preis. Je nach Dimension kann sie die Finanzmarktstabilität insgesamt bedrohen, mithin auch über das Währungswesen in breiter Fläche zu einer **Benachteiligung aller Volkswirtschaftsteilnehmer** führen.
- (3.) Darüber hinausgehende **Schäden für den Kapitalmarkt**, namentlich den Börsenhandel werden insofern diskutiert, als das von Private Equity eingesammelte Kapital nicht einer regulierten Kapitalbindung über das Börsenwesen zur Verfügung stünde<sup>56</sup>. Was die Strukturen des „Kapitalmarkts“ betrifft eine „exemplarische“ Randnotiz: Die eine strategische Ausrichtung der **Deutschen Börse AG** mehr oder minder verhindernden Verhaltensweisen des diese quasi-beherrschenden US-Pensionsfonds liegen an der Grenze zwischen volkswirtschaftlich-problematischer

---

verzichtet, d.h. selbige erlassen haben soll; vgl. Der Tagesspiegel vom 12.04.2007, „Die Piranha-Strategie“.

<sup>54</sup> Vgl. mit dem Hinweis auf die Frage der Rückzahlungssicherheit Böcker-Impuls 3/ 2007 vom 14.02.2007, „Gefährliche Anleger“ und FAZ vom 16.03.2007, „Sonderrisiko für Anleihenkäufer – Bei Übernahme durch Finanzinvestoren droht schlechteres Rating“.

<sup>55</sup> Auf solche problematischen Fälle habe die Bundesbank verwiesen, vgl. Wirtschaftspolitische Informationen der IG Metall Nr. 4 vom 12.03.2007, S. 7 mit Hinweis auf den Finanzstabilitätsbericht der Deutschen Bundesbank vom November 2006: „Einige der übernommenen Unternehmen könnten wegen der zusätzlichen Kredite bei einer Eintrübung der wirtschaftlichen Lage an den Rand der Zahlungsunfähigkeit geraten.“

<sup>56</sup> Vgl. Böcker-Impuls 3/ 2007 vom 14.02.2007, „Gefährliche Anleger“.

Unternehmensdominierung durch Private-Equity und volkswirtschaftlich negativer Beeinträchtigung des Kapitalmarktes.

- (4.) Die **Alteigentümer der veräußerten Unternehmen** können Nachteile erleiden, wenn die Unternehmensmanager bereits frühzeitig durch carried-interest-incentives des Private-Equity-Investors „eingefangen“ sind bzw. im Fall einer Unterbewertung des Unternehmens, von dem die Unternehmensmanager wissen, diese selbst ein Buyout versuchen<sup>57</sup>. In beiden Fällen wird man jedoch ventilieren dürfen, ob sich Anhaltspunkte für die Verwirklichung des Straftatbestands der Untreue (zulasten der Alteigentümer) ergeben. Angesichts der Schwierigkeiten, dies ggf. tatsächlich feststellen zu können, wird man an dieser Stelle fragen dürfen, ob § 266 Strafgesetzbuch (StGB) konkretisiert bzw. ergänzt und mit Regelungen zu verstärkten Aufzeichnungspflichten des Managements nebst deren Offenlegung gegenüber Betriebs- bzw. Aufsichtsrat flankiert werden müsste.
- (5.) Die Konsequenzen des durch hochproblematische Verschuldung ausgelösten Renditedrucks erleben am stärksten die **Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer**. Bei ihnen diversifizieren sich die Faktoren des Werttransfers besonders stark: Diese reichen von **totalen Jobverlusten** durch **Personalabbau** über den **vermehrten Einsatz von Zeitarbeitsbeschäftigten** bis zu **Lohnverzicht** im Vertrauen auf spätere Weiterbeschäftigung. Ein weiterer Werttransfer könnte im **Verzicht auf Pensions- bzw. Betriebsrentenzusagen** bestehen. Zur Illustration ein aktuelles Beispiel: Im konkreten Fall des Leverkusener Autozuliefererunternehmens TMD Friction sollen die Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer einen ganzen Mix an Verzichten erbracht haben: Nicht nur Jubiläumsprämien und Zuschüsse zur Altersversorgung seien weggefallen. Seit Juli 2006 arbeiten die Beschäftigten monatlich zehn Stunden mehr ohne Lohnausgleich und verzichteten obendrein für zwei Jahre auf Tarifierhöhungen<sup>58</sup>. Unbenommen davon verursachen die schuldengetriebenen Entlassungen bzw. Insolvenzfälle anschließende „Externalitäten“, d.h. Folgekosten für die Öffentlichkeit, etwa in Form von Arbeitslosengeld, für Schulungsprogramme, Umzugskosten der Arbeitnehmerinnen im (glücklichen) Fall einer Neubeschäftigung, etc.

---

<sup>57</sup> Zu derartigen Interessenkonflikten des Unternehmensmanagements vgl. auch Böcklerimpuls 3/2007 vom 14.02.2007, „Gefährliche Anleger“ m.w.N.

<sup>58</sup> Vgl. Der Tagesspiegel vom 12.04.2007, „Die Piranha-Strategie“.

- c. Eine zusätzliche Bewertungsperspektive der in dieser Aufschlüsselung enthaltenen Komponenten erhält man, wenn man das „Branchenumfeld“, d.h. insbesondere den „**Blick der Konkurrenten**“ hinzuzieht. Hier gibt es mehr als deutliche Fingerzeige:
- In der **Zentralbankwelt** formuliert man immer dringlicher, dass Private Equity **finanzmarktrechtlich reguliert** werden müsse. Die **Bundesbank** weist etwa darauf hin, sog. **Leverage-Buyouts (LBOs)** könnten sich von einer problematischen Einzelfallerscheinung zu einer **grundsätzlichen volkswirtschaftlichen Gefahr**, insbesondere bei Übernahmen klassischer Großbanken, entfalten<sup>59</sup>. Zur Illustration<sup>60</sup>: Nach Bundesbankerkennntnissen hatten LBO-Investoren in Europa im Durchschnitt (!) binnen knapp zwei Jahren **86 Prozent** ihres Eigenkapitals wieder herausgezogen<sup>61</sup>, und zwar mittels „Rekapitalisierungen“ (ehrlicher gesprochen müsste man von Entkapitalisierungen reden). Aus Sicht der **Europäischen Zentralbank** besteht ferner Anlass zu volkswirtschaftlicher Wachsamkeit, weil die Banken bei Private-Equity-Fremdfinanzierungen möglicherweise zu „lasche“ Sicherheiten verlangen würden<sup>62</sup>.
  - Mit Blick auf ein „**Hedgefondskorrekturgesetz**“ hat sich die **Bundesbank** dafür ausgesprochen, die Transparenz der Fonds zu verbessern. Allerdings denkt sie eher in Richtung von Selbstverpflichtungen der Branche<sup>63</sup>. Diese Anregung kommt nicht zufällig: Der Fall „Amaranth“ in den USA, bei dem sich ein Hedgefonds mit Erdgasoptionen verspekulierte und binnen einer Woche 5 Mrd. Dollar verlor, hatte für internationale Aufmerksamkeit gesorgt<sup>64</sup>. Problematische Kettenreaktionen im gesamten Bankenwesen wurden deswegen befürchtet. Um dieser Sorge zu begegnen, wird vorgeschlagen, Hedge-Fonds sollten im Rahmen des sog. Basel II-Prozesses ihre Kredite mit mehr Eigenkapital unterlegen müssen. Dieser Vorschlag hilft allerdings wenig, wenn der Basel II-Prozess nicht auch von den USA und Großbritannien mitgetragen und durchgesetzt wird. Da der Anteil der Finanzwirtschaft in den USA und Großbritannien jedoch sehr viel höher ist, als im Rest der Welt, darf man an der Durchsetzungskraft dieses Vorschlags getrost zweifeln.
  - Auch im **Rest der klassischen Finanzwelt**, namentlich bei Banken und Versicherungen, hört man erste **skeptische Töne** und **Vorschläge, die Fonds**

---

<sup>59</sup> Vgl. Frankfurter Rundschau vom 30.04.2007, „Warnung vor Hedge-Fonds“.

<sup>60</sup> Die Erscheinungsformen von Private Equity gut illustrierend und zusammengefasst in: Der Spiegel Nr. 51 vom 18.12.2006, S. 64 ff, „Der große Schlussverkauf“.

<sup>61</sup> Bezogen auf das erste Halbjahr 2006; vgl. FAZ vom 29.11.2006, „Bundesbank besorgt über Praktiken von Private Equity“; mit entsprechenden Warnungen ist auch die britische Finanzaufsicht FSA unterwegs, vgl. Handelsblatt vom 07.11.2006, „Britische Aufseher warnen vor Risiken“.

<sup>62</sup> Vgl. Börsen-Zeitung vom 19.04.2007, „EZB warnt vor Laschheit bei Private Equity“.

<sup>63</sup> Vgl. FAZ vom 29.11.2006, „Bundesbank besorgt über Praktiken von Private Equity“.

<sup>64</sup> Vgl. etwa Der Spiegel Nr. 39/ 2006, S.90 „Die Billionen-Bombe“.

**verstärkt zu regulieren:** Austrocknungsstrategien, auf Kosten von Produktivvermögen, werden längst von der (fach-)veröffentlichten Meinung kritisch aufgegriffen<sup>65</sup>, und nicht nur, weil im Wertschöpfungsprozess der Industriegesellschaft damit finanzmarktrenditegetriebene Probleme entstehen. Denn Mittelstandsfinanzierer, insbesondere die **Sparkassen**, könnten mögliche Parallelopfer dieses Prozesses sein. Für die **private Bankenwelt** wird mittlerweile immer deutlicher, dass Private- und Hedgefonds ihnen die **Kredithoheit am Markt** nehmen. Bei Firmen mit schwacher Bonität dominieren die Fonds bereits das Geschäft<sup>66</sup>.

- Die **hohe volkswirtschaftliche Gefährlichkeit** von **enormen Verschuldungsfinanzierungen** – wie sie in Form von LBO's bei Private Equity zum Prinzip erhoben zu sein scheinen - hat sich im Geflecht der privaten Bankenwelt zuletzt, wenn auch mit dem Fokus auf das Problemfeld der mehr oder minder ungebremsten bzw. unkontrollierten Handelbarkeit von Kreditderivaten am Beispiel der IKB-Krise gezeigt. Das vor dem Hintergrund von Private Equity allerdings **bekannt anmutende „Strickmuster“** in jenem Fall: Über den sog. Rhineland Funding hätte die IKB eine obskure Konstruktion genutzt, um Teile ihres Geschäfts kapitalschonend – das heißt: mit möglichst wenig Eigenkapital – auszulagern<sup>67</sup>. Nach Berichten der FAZ hatte der für die IKB zum Krisendreh- und -angelpunkt gewordene „Rhineland“-Fonds dabei nur ein Eigenkapital von 500 Dollar – und gleichwohl Ende Mai 2007 Kredite und Wertpapiere für fast 13 Mrd. Euro gekauft und refinanziert<sup>68</sup>. Motivlage nach einem Zitat der FAZ<sup>69</sup>: „Anlass für die Wahl dieser Konstruktion dürfte vor allem gewesen sein, dass diese Geschäfte nicht mit Eigenkapital unterlegt werden müssen, wie es für Banken ansonsten vorgeschrieben ist.“ Über diesen Angelpunkt dürfte die IKB dann Teil einer von „ungedeckten“ Immobilienkrediten<sup>70</sup> ausgehenden Krise geworden sein, die in gewisser Weise als **Beispiel für die Gefahren der Vernetzung der hochpotenzierten Derivatkultur** - zu der auch Private Equity und Hedgefonds

---

<sup>65</sup> Vgl. etwa jeweils mit sehr plastischer Illustration: Lucas Zeise in Financial Times Deutschland vom 22.08.2006, „Blick auf eine Verschuldungsmaschine“, Tobias Bayer in Financial Times Deutschland vom 26.07.2006, „Der Buy-Out-Partyschreck – Die Private Equity-Branche ist angesichts gigantischer Renditen und hoher Zuflüsse bester Laune – Doch wie lange kann die Fete so weitergehen? Kleiner Fragenkatalog für Stimmungstöter“, ferner Angela Maier in Financial Times Deutschland vom 08.11.2006, „Das finale Rennen“ oder FAZ vom 08.11.2006 „Private-Equity-Gesellschaften sind zu unvorsichtig – Britische Finanzaufsicht warnt vor exzessiver Verschuldung bei der Finanzierung von Übernahmen“.

<sup>66</sup> Vgl. FTD vom 24.04.2007, „Banken verlieren Kredithoheit – Hedge-Fonds vergeben mehr als die Hälfte aller Darlehen an europäische Firmen mit schwacher Bonität“.

<sup>67</sup> Vgl. FAZ vom 03.08.2007, „Die Krise 5 – Rhineland Funding – Die Gesellschaft, die der IKB zum Verhängnis wurde“.

<sup>68</sup> Vgl. FAZ vom 02.08.2007, „IKB-Rettungsaktion kam in letzter Minute – Entschädigungsfonds der privaten Banken tritt wohl mit ein/ Aufsicht befürchtete Krise für

<sup>69</sup> Wie vorangegangene Fußnote.

<sup>70</sup> Vgl. Handelsblatt vom 31.07.2007, „US-Kreditkrise erfasst Deutschland“.

letzten Endes gehören - **und ihrer Verwerfungen** fungieren könnte<sup>71</sup>. Was die Rolle der Banken anbelangt, so bliebe insofern eine befürchtenswerte Ambivalenz – auch mit Blick auf Private Equity und Hedgefonds<sup>72</sup> – zu konstatieren: Denn im IKB-Fall war eben eine Bank zu beachtlichen Teilen **selbst Initiator bzw. Teilhaber von riskanten Fonds**. In einer Paraphrasierung dürfte dies für die „Parallelkrise“ um die **Sachsen LB** gelten<sup>73</sup>. - Die **EZB** hat mittlerweile ebenfalls **Parallelen** zwischen der Krise am US-Subprime-Markt, die die Frage nach dem Bonitätsrisiko auch in anderen Branchenteilen des Finanzmarktes aufgeworfen hat<sup>74</sup>, und den Stabilitätsrisiken durch Private Equity gezogen und ihre **Bedenken** zu Protokoll gegeben<sup>75</sup>.

- Der Versuch des Hedge-Fonds TCI, die **ABN Amro Bank** zu übernehmen, hatte und hat bereits unruhestiftende Wirkung in der klassischen Finanzmarktbranche<sup>76</sup>. Die BAFin hat dies zum Anlass genommen, vor einer möglichen Schockwelle zu sprechen, die dies für die Struktur des Bankenwesens bedeuten könne<sup>77</sup>. In diesem

---

<sup>71</sup> Eine groben Überblick bietende Darstellung dieser Vernetzung hat die FA vom 03.08.2007 auf den Seiten 12 und 13 in sieben Teilen mit der Überschrift „Finanzkrise im Zeitraffer: Der drohende Untergang der IKB Deutsche Industriebank hat den Finanzplatz erschüttert. Dies ist seine Geschichte in sieben Teilen“. Die Teilüberschriften zu den sieben Teilen deuten diese Vernetzung recht anschaulich an: „Die Krise 1 – Überschuldete Hausbesitzer – In Amerika kauften viele Menschen Immobilien, die sie sich nicht leisten konnten“; „Die Krise 2 – Kettenreaktionen an der Wall Street – Zuerst litten die Aktienkurse der Hypothekenbanken. Dann fielen Hedgefonds um“ (mit meinem fragenden Hinweis, dass gerade die finanzmarktstabilisierende Wirkung von Hedgefonds doch diese Szenarien hätte eindämmen sollen ... ); „Die Krise 3 – Die neue Welt der Märkte – Kredite werden zu Wertpapieren und damit handelbar“; Die Krise 4 – Das Ende des Übernahmefiebers – Die Finanzierung vieler Beteiligungskäufe wankt/ Banke bleiben auf Krediten sitzen“; „Die Krise 5 – Rhineland Funding – Die Gesellschaft, die der IKB zum Verhängnis wurde“; „Die Krise 6 – 80 Jahre Erfahrung – Enge Bande zum Mittelstand und zur KfW“ sowie „Die Krise 7 - Rettung für die IKB – Ein schnelles Eingreifen verhinderte ein Ausbreitung der Krise auf den Finanzplatz“ (zum Gegenstand dieses Artikels, namentlich die Organisation der „IKB-Rettung“ vgl. auch FTD vom 03.08.2007, „Die Stunde der Patrioten“).

<sup>72</sup> Zur Relevanz der IKB-Krise für Private Equity Finanzierungen vgl. FTD vom 01.08.2007, „Kf W stellt IKB 8,1 Mrd. Euro zur Verfügung“: Demnach habe die US-Hypothekenkrise inzwischen auch den Markt für Private-Equity-Kredite erfasst. Es würden kaum noch Kredite für Private-Equity-Geschäfte vergeben.

<sup>73</sup> Eine Zusammenfassung der Ereignisse um die Sachsen LB nebst einer Historie zu den Auswirkungen der US Hypothekenkrise auf Deutschland findet sich etwa in Berliner Zeitung vom 27.08.2007. „Geldinstitute – Nach dem Notverkauf der Sachsen LB steht der gesamte Sektor der Landesbanken vor der Neuordnung – Eine für den Norden – eine für den Süden“.

<sup>74</sup> Zu den diskutierten Weiterungen vgl. Handelsblatt, Finanzzeitung vom 10./ 11./ 12.08.2007, „Ein Gespenst geht um – Die Subprime-Krise wirft auch in der Zertifikatebranche die Frage nach dem Bonitätsrisiko auf“.

<sup>75</sup> Vgl. FTD vom 10.08.2007, „EZB glaubt Stabilität durch Private Equity gefährdet – Notenbank zieht Parallelen zum US-Subprimemarkt“.

<sup>76</sup> Vgl. Frankfurter Rundschau vom 30.04.2007, „Warnung von Hedge-Fonds“; ganz deutlich insofern Handelsblatt vom 13.07.2007, „Angst vor Hedgefonds – Die europäische Bankenszene fühlt sich von aggressiven Investoren bedroht“, ferner „ABN Amro – Barclays erhöht das Angebot“ in: faz.net vom 23.07.2007, zu finden über <http://www.faz.net/s/Rub5CAECB7768E046A3976500B4D416A560/Doc~E80F99B97FB4D40999B8C32B18E8DD567~ATpl~Ecommon~Scontent.html> (eingesehen am 01.08.2007); illustrativ insofern auch „Hedgefonds machen mobil“ in Handelsblatt vom 07.08.2007, wo zudem deutlich wird, wie fragwürdig angesichts durchaus identischer Strategien und Vorgehensweise (hinsichtlich der Betroffenheit von Unternehmen) die Unterscheidung zwischen Hedgefonds und Private-Equity-Fonds sein dürfte.

<sup>77</sup> Vgl. FAZ vom 15.05.2007, „Sorgen über Beteiligungsbranche – Bafin-Präsident Sanio warnt vor einem Blutbad“; ferner Handelsblatt vom 15.05.2007, „Eine neue Ära für Banken“.



Zusammenhang wird man auch die Debatte um die Veräußerung der **Berliner Bankgesellschaft** zu sehen sein, bei der drohte, dass diese an einen Fonds „verlustig“ gehen sollte<sup>78</sup>. So kann es nicht überraschen, dass selbst der **Bundesverband deutscher Banken** in die Kritikerfront, insbesondere von Hedgefonds, eingerückt ist<sup>79</sup>. Letzten Endes lässt sich daher mit gutem Recht davon sprechen, dass hier auch eine Ablösung des einen (kontinentaleuropäischen) zugunsten eines anderen (anglo-amerikanischen) Finanzsystems<sup>80</sup> abläuft.

- Die deutschen **Kreditversicherer** warnen mittlerweile vor Private Equity. Denn die Branche bedroht die Zahlungsfähigkeit des Mittelstandes, insbesondere deutscher Automobilzulieferer<sup>81</sup>. Ferner werden problematische Entwicklungen für den „klassischen“ **Aktienmarkt** wahrgenommen<sup>82</sup>. Einen deutlichen Regulierungsimpuls verlangt **in Frankreich** derzeit etwa die **Versicherungsbranche**<sup>83</sup>. Die **Allianz** ist in Deutschland kürzlich auf den Kritikerzug aufgesprungen<sup>84</sup>. Der Fall der **Deutschen Börse AG**<sup>85</sup>, bei dem der quasi-beherrschende US-Pensionsfonds eine strategische Neuausrichtung des Finanzplatzes Frankfurt wohl verhindert haben dürfte, hat die Zahl der Kritiker in der Finanzmarktbranche selbst sicher nicht verringert. Zur Erinnerung: Zugunsten einer höheren Ausschüttung unterblieb die Investition der Deutschen Börse AG in den Kauf europäischer Parallelbörsen. Stattdessen wurden diese von der New Yorker Börse gekauft. Das dürfte eine eigenständige Konkurrenz in der EU gegenüber den führenden US-Börsenplätzen geschwächt haben. Einen marktwirtschaftlich wertvollen, größeren Preiswettstreit zwischen den Börsen über den Atlantik dürfte es daher kaum geben.

Was bleibt am Ende dieser Analyse festzuhalten? Bei Private Equity haben wir es mit erheblicher Lückenausnutzung zu tun, die zulasten anderer volkswirtschaftlicher Akteure laufen kann. Die politischen Aufgabenfelder lassen sich gliedern nach dieser Lückenschließung, nach einem Regelungskomplex „Venture Capital“ und nach einem Regelungskomplex „Buyouts“. Angesichts der diversen Anknüpfungspunkte ist eine Vielzahl von Rechtsgebieten – Steuerrecht, Finanzmarkt-, insbesondere Kreditwesenrecht, Gesellschaftsrecht, Arbeitsrecht, Betriebsverfassungsrecht, Kartellrecht, aber auch Strafrecht – mit den Herausforderungen angesprochen.

---

<sup>78</sup> So sollen u.a. die Finanzinvestoren Lonestar und Christopher Flowers am Bieterverfahren preistreibend teilgenommen haben, vgl. Handelsblatt vom 08.05.2007, „Nur noch fünf Bieter für Landesbank“.

<sup>79</sup> Vgl. Berliner Zeitung vom 16./ 17.05.2007, „Banken warnen vor Hedge-Fonds“.

<sup>80</sup> Vgl. Kamp/ Krieger, S. 7.

<sup>81</sup> Vgl. Handelsblatt vom 15.12.2006; „Kreditversicherer warnen vor Private Equity“.

<sup>82</sup> Vgl. Financial Times Deutschland vom 02.01.2007, „Private Equity verknappt Aktien“.

<sup>83</sup> Vgl. Financial Times Deutschland vom 07.11.2006, „Axa greift Private Equity scharf an“.

<sup>84</sup> Vgl. FTD vom 02.05.2007; „Allianz-Vorstand warnt vor Private-Equity“, weil die Volumina, die in Private Equity drängten, überzogen seien.

<sup>85</sup> Ausführlicher zu diesem Fall vgl. Kamp/ Krieger, S. 54 ff.

Klargestellt ist damit aber auch: Es geht nicht darum, Akteure in der Marktwirtschaft zu verhindern, sondern ihre Handlungsweise **gemeinverträglich zu gestalten**.

### **3. Die notwendige analytische Klärung einer Grundsatzfrage: Was offenbart Private Equity an gewandelter Ökonomie? Haben wir es mit einer neuen ökonomischen Qualität zu tun, die uns grundsätzlich neue politische Antworten abverlangt?**

Die **Dimension und Vielschichtigkeit des Erfolges von Private Equity** könnte allerdings auch mehr als die o.g. Herausforderungen nahe legen. Findet man hier möglicherweise einen ersten nahezu vollständig umgesetzten Teil einer qualitativ neuen Entwicklung in der Ökonomie vor? In den Gewerkschaften wird längst vom **Übergang des Industriekapitalismus zum Finanzmarktkapitalismus** gesprochen<sup>86</sup>, der durch Überliquidität, Bindungslosigkeit zwischen Produktivvermögen und Finanziers sowie dem Diktat des shareholder value mit kurzfristigen Zeithorizonten und in der Folge finanzmarktgetriebenen Managementstrategien gekennzeichnet ist.

- a. Aber auch die (dazu verschränkt laufende) These, der Finanzmarkt sei jener Teil der Ökonomie, in dem die **Ablösung von der Industriegesellschaft zur Wissensgesellschaft** bereits am weitesten fortgeschritten sei, wird mittlerweile immer umfassender, insbesondere von „linken“ Ökonomen, diskutiert. In der Konsequenz würde eine Gesetzgebung zu Private Equity politisch nicht nur in der gesamten Breite über Fragen des Steuer-, Übernahme- und Gesellschaftsrechts mit Ergänzungen des Arbeitsrechts gedacht werden müssen. Vielmehr wären entschieden grundsätzlicher und perspektivisch umfassend nötige Veränderungen des Besteuerungs- und Wirtschaftsverwaltungsrechts (Banken- bzw. Finanzmarktrechts) insgesamt in eine Strategie aufzunehmen.

In der Wissensgesellschaft wandelt sich die moderne kapitalistische Ökonomie zu einer Produktionsform, die in allererster Linie vom „intellectual capital“ abhängig ist<sup>87</sup>.

---

<sup>86</sup> Vgl. Wirtschaftspolitische Informationen der IG Metall Nr. 4 vom 12.03.2007, S. 2.

<sup>87</sup> Vgl. Thomas Oppermann, Die Verschuldungsgrenze und der Investitionsbegriff des Grundgesetzes, S. 6; ausführlicher zur näheren Erläuterung Robert Zion, Die Zeit die uns bleibt – Grüner Aufbruch in eine neues Arbeits- und Sozialstaatsparadigma, zitiert nach <http://www.grundsicherung-bw.de/wp-content/uploads/2007/03/robert-zion-thesenpapier2.pdf>: „Die zweite wesentliche Transformation der Ökonomie in der „Wissensgesellschaft“ betrifft die Sphäre der (gesamtgemeinschaftlichen) Produktion. In der Tat ist heute die gesamte Gesellschaft in Produktion gesetzt. Nicht mehr der Betrieb ist das Zentrum der Produktion, sondern das ineinander verwobene (vernetzte) produktive Arrangement des Wissens, dessen Anteil an der Wertschöpfung bereits heute 70% beträgt, tritt an dessen Stelle. Werden heute etwa zunehmend Forderungen nach „lebenslangem Lernen“ laut, heißt dies nichts anderes, als lebenslang und ununterbrochen produktiv sein, sich als Betrieb oder einzelnes Wirtschaftssubjekt vernetzen und seinen Wissensinput in den Kommunikationszusammenhang einspeisen zu müssen. An die Stelle der fordistischen tritt die lernende und vernetzte Fabrik, an die Stelle der handelbaren Ware Arbeitskraft der Gesamtmensch als gesellschaftliches Subjekt. Der Mehrwert wird heute als Kommunikationsüberschuss gesellschaftlicher (Wissens)Arbeit abgeschöpft. Fällt die Fabrik als Zentrum der Produktion weg, bedeutet dies auch, dass die gesellschaftlichen Institutionen, die in ihrer Aneignung von Arbeits- und Lebenszeitmodellen noch vollständig auf das

Beispielsweise wird das geistige Eigentumsrecht oder auch Immaterialgüterrecht in der modernen Rechtswissenschaft als das „Sachenrecht des 21. Jahrhunderts“ apostrophiert<sup>88</sup>.

Dieser Aspekt gehört zu einer Vielzahl von ganz grundsätzlichen Fragen, die auch in der Debatte um das sog. bedingungslose Grundeinkommen diskutiert werden. Die dort geführten Überlegungen sind jedoch unbenommen von einer Positionierung zum Grundeinkommen<sup>89</sup> für die Finanzmarktpolitik von Interesse. Besonderes Augenmerk im Kontext mit der Private Equity Debatte muss die Frage genießen, wie man mit einer

---

Modell der Fabrik ausgerichtet waren – die Familie, die Schule, das Gefängnis, die Kaserne – in eine Krise geraten. Als übergeordnete Institution dieser Institutionen gerät folglich auch der (Sozial)Staat in eine Legitimationskrise. Die oben genannten Institutionen geraten vor allem deshalb in eine Krise, weil sie ihr Funktion als Kontroll- und Erziehungseinrichtungen verlieren, da ihnen nicht mehr im herkömmlichen Sinne gedient werden kann, sondern sie selbst zu Dienstleistern, zu einem Knotenpunkt im gesamtgesellschaftlichen Produktionszusammenhang werden. Nicht nur diese zentralen Institutionen, nahezu alle werden von dieser Entwicklung erfasst, die öffentliche Sicherheit, das Militär, das Arbeitsamt usw. Ist die gesamte Gesellschaft in Produktion gesetzt, gibt es tendenziell keinen Ort und keine Zeit der Nicht-Produktion (von Wissen) mehr. Dabei bewahrheitet sich immer mehr die Unhaltbarkeit der Produktionsfaktoretheorie (Arbeit sei – neben Kapital und Boden – nur ein Produktionsfaktor), die nur noch als Rechtfertigungsideologie von Politik und Wirtschaft(swissenschaften) aufrecht erhalten wird. Ein wirkliches Verständnis der gegenwärtigen Transformation zur „Wissensgesellschaft“, das entscheidend für den Entwurf eines neuen Sozialstaatsparadigmas ist, lässt sich darum auch heute nicht mehr dadurch erreichen, indem der gesamtwirtschaftliche Zusammenhang in herkömmlicher Weise in Begriffen der Zirkulation (Waren- und Geldzirkulation, Investition und Konsumtion) beschrieben wird. Vielmehr muss dieser in Begriffen der (Re)Produktion durch Arbeit in der internationalen Arbeitsteilung als einzigem neuwertschaffenden Faktor verstanden werden. Dazu bedarf es allerdings zunächst eines genauen Blicks auf den sich grundlegend verändernden Charakter der Arbeit in der „Wissensgesellschaft“. (...)

Ist die gesamte Gesellschaft erst einmal in (Wissens)Produktion gesetzt, verliert die Arbeit ihre klassische Funktion der Kommodifizierung und Dekommodifizierung, bzw. der gesellschaftliche Ein- und Ausschlusscharakter von Normarbeit verändert sich, da sich die Transformation zur „Wissensgesellschaft“, **während sie in den Finanzmärkten abgeschlossen** [Hervorhebung von mir, OR] und im Produktionsregime bereits weit fortgeschritten ist, in der Arbeitswelt erst allmählich abzeichnet. Tendenziell und bereits heute hegemonial ist Arbeit gesellschaftliche Arbeit, die ArbeiterIn gesellschaftliche ArbeiterIn4, die in von den Finanzmärkten angesteuerten Prozessen die Gesellschaft – die verwirtschaftete Gesellschaft oder die vergesellschaftete Wirtschaft – mit (re)produziert. Dabei verliert die Arbeit ihren klassischen Charakter als vom Subjekt abgetrennte und handelbare Ware Arbeitskraft und wird zur Arbeit an und mit sich selbst für sich und für andere. Der Input der Arbeit heute in der „Wissensgesellschaft“ ist die Subjektivität, der ganze Mensch als ArbeitskraftunternehmerIn, als „EigentümerIn“ ihrer selbst. Der Begriff und der Zustand der „Arbeitslosigkeit“ im klassischen Sinne verliert daher zunehmend seine Bedeutung. Selbst Begriffe wie „Beschäftigungslosigkeit“ oder „Erwerbslosigkeit“ erfassen nicht mehr die neuen sozialen Problematiken in Bezug auf soziale Sicherheit und Integration in den gegenwärtigen Veränderungen. Ein neues Sozial(staats)paradigma, das auf die Transformation der Arbeit eine soziale Antwort geben muss, sollte hingegen von den Voraussetzungen ausgehen, dass Arbeit nicht von der Lohn- und Erwerbsarbeit abzukoppeln ist, sondern *sich* entkoppelt, dass Flexibilität – auch die über die Grenzen hinweg – nicht zu erzeugen ist, sondern *sich* erzeugt, dass die Wissens- und Dienstleistungsgesellschaft nicht herbeizuführen ist, sondern *sich* herbeiführt.“

<sup>88</sup> Zurückgehend auf ein Papier von Thomas Oppermann, Die Verschuldungsgrenze und der Investitionsbegriff des Grundgesetzes, S. 6.

<sup>89</sup> Zum Stand einer linkssozialdemokratischen Bewertung des bedingungslosen Grundeinkommens und seiner Einbettung in die politische Debatte vgl. Reinhold Rünker (logo office), Konzeptionelle Ansätze für eine allgemeine Grundsicherung, Ausarbeitung für die Parlamentarische Linke der SPD-Bundestagsfraktion, Februar 2007; ferner zur Kritik am bedingungslosen Grundeinkommen Judith Dellheim, Bedarfsorientierte Soziale Grundsicherung versus Bedingungsloses Grundeinkommen, in: Rosa-Luxemburg-Stiftung, Standpunkte 5/ 2007, zitiert nach:

[http://www.rosalux.de/cms/fileadmin/rls\\_uploads/pdfs/Standpunkte\\_0705.pdf](http://www.rosalux.de/cms/fileadmin/rls_uploads/pdfs/Standpunkte_0705.pdf) (eingesehen am 25.07.2007) sowie Rainer Roth, Zur Kritik des bedingungslosen Grundeinkommens, Frankfurt, Februar 2006, zitiert nach: [http://www.gegen-sozialabbau.de/downloads/bge\\_rr.pdf](http://www.gegen-sozialabbau.de/downloads/bge_rr.pdf) (eingesehen am 25.07.2007).

**Ökonomie diffuser Wertschöpfungsprozesse** umzugehen gedenkt, welche Auswirkungen sich auf die verschiedenen „Teile“ einer Ökonomie ergeben. Wo nicht ausgemacht werden kann, wo welche Wertschöpfung von wem erbracht wird – und das ist ein typisches Phänomen nicht nur im Bereich des Immaterialgüterrechts, sondern in der Verlängerung auch der durch Derivatkultur aufgeblähten Finanziers – wird man immer weniger die Wertschöpfung selbst als Anknüpfungspunkt wählen können, um zu besteuern oder allgemeiner: um eine finanzielle Basis für gesamtgesellschaftliche Zwecke zu definieren. Relevanter könnte als Anknüpfungspunkt vielmehr die Verschaffung der Verfügungsgewalt durch den Einzelnen sein, weil mit diesem Vorgang auf die gesamte gesellschaftliche Wertschöpfung in ihrer Diffusität zugegriffen wird. Über die **neuen, sich quasi-unternehmerisch gebärdenden Finanzmarktprodukte** findet ein **umfassender Zugriff auf Wertschöpfung** statt. Schon von daher bietet sich diese Herausforderung an, nicht nur **ganz grundsätzlich** über die überholte (weil ungerechtfertigte?!) steuerliche Transparenz dieser Welt zu diskutieren, sondern auch sämtliche Regulationsprozesse, die sie betreffen, einer umfassenden Reform zu unterwerfen. Diese Unterstellungen indizieren, dass wir in einem „**long-distance-run**“ eine ganz grundsätzliche politische Positionierung mit einem möglicherweise **starken systematischen Wechsel** im erweiterten Kontext der Private Equity-Debatte entwickeln müssen.

Wissensgesellschaftliche Züge dürfte der Finanzmarkt ohnehin mehr als andere Marktsegmente insofern rezipiert haben: „Bereits 1995 wechselten Wertpapiere im Wert von 1,5 Billionen Dollar alltäglich den Besitzer. Im selben Jahr erreichte der Terminhandel mit Derivaten die Höhe von 41 Billionen Dollar, davon dienten lediglich nur noch geschätzte zwei bis drei Prozent der Absicherung von Industrie und Handel. Heute wird im „Zeitraum“ eines Wimpernschlages in den Finanzmärkten der gesamte realwirtschaftliche Bestand der Welt verkauft und gekauft, ununterbrochen, Tag und Nacht. Dieses System ist für sich betrachtet ein reines Informationssystem, das dennoch heute alle anderen ökonomischen Prozesse und Märkte (Arbeitsmärkte, Gütermärkte) – und folglich die darauf bezogenen politischen „Entscheidungen“ – aussteuert. Für den sensiblen Moment in der herkömmlichen Form der Marktsteuerung aufeinander bezogener Finanz-, Güter-, und Arbeitsmärkte, die Investition, d.h. des Re-Inputs des vom Kapital oder vom Staat abgeschöpften Mehrwertes in den Wirtschaftskreislauf, bleibt diese Transformation nicht folgenlos. Selbstverständlich wird noch investiert, doch zunehmend weniger als Bedingung zukünftiger Absatz- und Ertragserwartungen, also als aussteuerndes Moment einer „economie of scales“. Die „Veranlassung zur Investition“, die bereits Keynes als neuralgischen Punkt des Marktsystems überhaupt identifizierte, wird selbst zu einer Information unter vielen, die das Unternehmen und der Staat (es geht mittelbar auch immer um öffentliche Investitionen) in das Informationssystem der Finanzmärkte einspeist. Dort, in den kurzfristigen Prozessen der Finanzmärkte und nicht in den langfristigen der „Realwirtschaft“, fällt die Entscheidung über den Erfolg- oder Misserfolg der Investition, ohne dass sich deren Rentierlichkeit real überhaupt erst

erweisen muss. Dieses Aussteuerungssystem verlangt beispielsweise der Deutschen Bank eine Plan-Kapitalrendite von 25% ab. Investitionen, Löhne und der Beschäftigungsstand, das „Alltagsgeschäft“ überhaupt, werden dabei zu reinen Anpassungsvariablen. Die Investition in den realen Wirtschaftskreislauf, heißt das, ist nicht mehr Steuerungsmittel, sie ist fortan nur noch ein Effekt der Wirtschaft. Der Wert der Investition ist nun eine Information, ein Wissen, eine Idee, deren Bewertung unmittelbar an den Finanzmärkten geschieht. Der Übergang zur „Wissensgesellschaft“ ist in den Finanzmärkten bereits vollständig abgeschlossen.“<sup>90</sup>

- b. Dazu ergänzend wird das neue **Regime des Finanzmarkt-Kapitalismus** mit seinen überblickartig bereits angesprochenen Kennzeichen (Überliquidität, Bindungslosigkeit zwischen Produktivvermögen und Finanziers sowie dem Diktat des shareholder value mit kurzfristigen Zeithorizonten und in der Folge finanzmarktgetriebenen Managementstrategien<sup>91</sup>) erst allmählich konkreter gefasst<sup>92</sup> und bietet noch keine weitergehenden politischen Fokussierungen.
- c. Die **politisch-psychologische Dimension dieser rasanten Veränderungen** kann gleichwohl relativ leicht beschrieben werden. Wie bei jedem Übergang in eine neue „Ökonomieform“ hängt dies mit der Vertrautheit, besser: mit einem geradezu existentiellen Selbstverständnis unseres wirtschaftlichen Daseins, zusammen: So steht bei den meisten Menschen aufgrund gewachsenen traditionellen Erlebens, wenn es darauf ankommt, die Kontinuität einer wirtschaftlichen Erwerbsform, z.B. eines Betriebs an erster Stelle, nicht das Erzielen des Höchstgewinns. Ziel jeder wirtschaftlichen Betätigung ist es, zuvörderst der Fortbestand einer Gruppe, d.h. die Existenz etwa einer Familie und die der nachfolgenden Generationen, zu sichern. Eine kurzfristige Rendite wird nur unter dieser Prämisse „freudig“ entgegengenommen, ansonsten ist sie dem jedoch wie alles andere untergeordnet.

Welche ganz grundsätzlichen politischen Perspektiven können vor diesem Hintergrund in die Diskussion geraten? Angesichts der stetig wachsenden Macht von Hedge- und Private-Equity-Fonds lauten mögliche Themen: stärkere Kapitalverkehrskontrollen, verbindliche Regeln und Standards für Finanztransaktionen, Handel und Spekulationen, ferner stärkere Besteuerung bzw. Überhaupt-Besteuerung von (spekulativen) Kapitaltransaktionen und/ oder eine Verschärfung europäischer kartell- und wettbewerbsrechtlicher Vorschriften.

---

<sup>90</sup> So Robert Zion, Die Zeit die uns bleibt – Grüner Aufbruch in eine neues Arbeits- und Sozialstaatsparadigma, zitiert nach <http://www.grundsicherung-bw.de/wp-content/uploads/2007/03/robert-zion-thesenpapier2.pdf>.

<sup>91</sup> Vgl. Wirtschaftspolitische Informationen der IG Metall Nr. 4 vom 12.03.2007, S. 2.

<sup>92</sup> Vgl. etwa Paul Windolf, Das neue Regime des Finanzmarkt-Kapitalismus, in: Mitbestimmung 6/ 2006, S. 16 ff. m.w.N.

#### **4. Ein kurzer politischer Exkurs für Sozialdemokraten: Warum die genaue Analyse und eine darauf bauende politische Strategie gegenüber Private Equity für die SPD eine Schlüsselfunktion besitzen dürfte**

##### *a. Finanzmarktregulierung und europäisches Sozialmodell*

**Für die (deutsche) Sozialdemokratie** hat die aktuelle politische Herausforderung um Private Equity daher eine **langfristige zentrale Bedeutung**. Vor dem Hintergrund einer spätestens seit 1989 gesteigerten internationalen Konkurrenz haben sich die Staaten zu nationalen Wettbewerbsstaaten gewandelt. Steuer- und soziale Sicherungssysteme sind selbst zu Wettbewerbsfaktoren geworden, angetrieben durch politisch protegierte Liberalisierung der Finanzmärkte, durchaus unter Inkaufnahme einer hohen Krisenanfälligkeit<sup>93</sup>. Die Anpassung der Sozialsysteme an die Wettbewerbslogik – nicht nur in Deutschland – ist Teil jener Veränderung realer Wirtschaftsabläufe, die aus der zunehmenden Bedeutung der Finanzmärkte resultiert<sup>94</sup>. Ist die **Entwicklung eines europäischen Sozialmodells die politische (Zukunfts-)Perspektive für die Sozialdemokratie**, dann gehört dazu auch ein Mindestmaß an **Regulierung der internationalen Finanzmärkte**. In Regierungsverantwortung wird man einen Teil davon sogar gewährleisten müssen, selbst wenn man als Sozialdemokrat die Kritik an Private Equity mit dem Hinweis saldiert, die Idee einer sozialen Marktwirtschaft ohne Kapitalismus sei realitätsfern<sup>95</sup>. Nur so wird man wesentliche Bedingungen für die Regulierungsfähigkeit – wozu die Organisation finanzieller Handlungsfähigkeit eines Staates bzw. im Staatenverbund mit den notwendigen Möglichkeiten für konjunkturelle Impulssetzung zwingend gehört – auch für die Zukunft herstellen<sup>96</sup>. Dabei ist es ein Defizit, dass die EU als aktiver Gestalter nahezu auszufallen scheint, wenn es gilt, den europäischen Finanzmarkt auch regulieren zu müssen und nicht nur einer reinen Marktlogik anheimzugeben<sup>97</sup>. Innerhalb der reinen Marktlogik ist Deutschland jedoch in die internationalen Rahmensetzungen eingebunden: Politische

---

<sup>93</sup> Näher Joachim Schuster/ Claudia Bogedan, Das Europäische Sozialmodell als Herausforderung für die deutsche EU-Ratspräsidentschaft 2007, Literaturrecherche im Auftrag der Parlamentarischen Linken der SPD-Bundestagsfraktion, Bremen November 2006, S. 16 ff.

<sup>94</sup> Vgl. Schuster/ Bogedan, a.a.O., S. 25.

<sup>95</sup> So die in der veröffentlichten Meinung gern hinzugezogene Aussage des Managerkreises der Friedrich-Ebert-Stiftung in: (dieselben), „Finanzinvestoren in Deutschland“, Berlin Juni 2006, S. 12.

<sup>96</sup> Mit dieser Konsequenz Schuster/ Bogedan, a.a.O., S. 18.

<sup>97</sup> Vgl. Schuster/ Bogedan, a.a.O., S. 23: „(...) Schon der im Grünbuch zur Finanzdienstleistungspolitik für die Jahre 2005-2010 vorangestellte Zielkatalog demonstriert dieses für eine beschäftigungsorientierte Wirtschaftspolitik zentrale Defizit:

„Die allgemeine Zielsetzung der Finanzdienstleistungspolitik der Kommission für die nächsten fünf Jahre sind:

- eine dynamische Konsolidierung der Fortschritte auf dem Weg zu einem integrierten, offenen, inklusiven, wettbewerbsfähigen und wirtschaftlich effizienten europäischen Finanzmarkt und zur Beseitigung der verbleibenden wirtschaftlich bedeutenden Hindernissen;
- Förderung eines Marktes auf dem Finanzdienstleistungen erbracht und Kapital zu den niedrigsten möglichen Kosten frei in der EU zirkulieren können, und dies vor dem Hintergrund angemessener und effizienter Aufsichts-niveaus, der Finanzstabilität und eines hohen Verbraucherschutzniveaus;
- Umsetzung, rechtliche Durchsetzung und kontinuierliche Bewertung des bestehenden Rechtsrahmens, rigorose Anwendung der Agenda zur ‚besseren Regulierung‘ bei künftigen Initiativen zwecks Verbesserung der aufsichtlichen Konvergenz und Stärkung des europäischen Einflusses auf die internationalen Finanzmärkte“ (...).

Gestaltung in Zeiten der Globalisierung braucht zwar auch die Einbindung in Partnerschaften. Die EU-Finanzmarktintegration hat dabei ihren Preis – zulasten einer, wenn auch nicht vollständig aufgelösten, nationalstaatlichen Regelungsperspektive. Dabei darf aber nicht vergessen werden, dass mit der internationalen Einbindung auch stets die Versuchung besteht, nationalstaatlich nicht durchsetzbare Liberalisierungen über das der Öffentlichkeit stärker entzogene Spielfeld „EU“ kalt durchzusetzen. Umso wichtiger erscheint es daher, dass frühzeitig nicht nur reine „level playing- field“ Philosophien<sup>98</sup> von der deutschen Politik bei der EU-Finanzmarktgestaltung, wie etwa bei der anstehenden OGAW-Richtlinie oder der Diskussion des EU-Grünbuchs zu Finanzdienstleistungen, verfolgt werden. Alles in allem befindet sich die Politik damit in dem Dilemma – oder freundlicher formuliert: dem Spagat - zwischen notwendiger internationaler Ausrichtung der Regulierung von Private Equity- und Hedgefonds einerseits und dem Umstand andererseits, dass es international immer einen Akteur geben dürfte, der aus einer gemeinsamen Linie ausschert, um ein besonderes Anziehungspotential für diesen Markt zu generieren. Mit Blick auf die EU dürfte durchaus feststehen: Solange eine solche wie die o.g. Philosophie auf europäischer Ebene jedoch in Reinkultur, also etwa im Sinne des o.g. Grünbuchs verfolgt wird, könnte man festhalten, dass bei der Reaktion auf die gegenwärtige problematische Lage den Nationalstaaten, also – zumindest vorläufig - **Deutschland eine entscheidende gestalterische Aufgabe** zufällt<sup>99</sup>.

Der **konkrete Kristallisationspunkt**, an dem die deutsche Sozialdemokratie mit dem Phänomen Private Equity herausgefordert wird, ist die Lösung der Frage, **was politisch zu tun ist, damit jedenfalls allein durch Renditesteigerung motivierte verschuldungsfinanzierte Übernahmen mit Arbeitsplatzverlagerungen effektiv verhindert werden können**. Dies gilt umso mehr, soweit die SPD in der Mindestlohnfrage – dem **anderen großen Aufmerksamkeitsfeld** in der **gestalterischen Arbeitsmarktpolitik** – (noch) keinen klaren Erfolg in der Großen Koalition oder erst nach dieser vermelden kann.

#### *b. Die Positionsbildung bei den Gewerkschaften*

---

<sup>98</sup> Wie sie anscheinend ganz grundsätzlich isoliert von der Finanzbranche vertreten wird, vgl. Deutsche Bank Research Nr. 60 vom 24.11.2006, S12.

<sup>99</sup> Dies könnte umso mehr vor dem Hintergrund folgender Überlegung gelten: Die problematischen Leverage-Buyouts (LBOs), also die Übernahme von Unternehmen durch Private Equity Fonds unter Zuhilfenahme zinsgünstiger und deswegen umfangreicher Fremdfinanzierung, werden möglicherweise volkswirtschaftlich in Europa von den Rahmenbedingungen für den Euro begünstigt: Denn höhere Zinsen würden den LBOs den betriebswirtschaftlichen Garaus machen. Höhere Zinsen wird die EZB – der Logik der Maastrichter Verträge – aber nur festsetzen, um eine übermäßige Inflationsgefahr zu bannen. Haushaltstabilität im Sinne einer staatlichen Ausgabenlimitierung oder –absenkung liegt in der Logik dieser Regeln. Niedrige Zinsen sind im Interesse aller EU-Finanzminister angesichts des hohen öffentlichen Schuldenstandes in allen Euro-Mitgliedstaaten (da ansonsten auch Sanktionen aus Brüssel drohen). Dementsprechend wirken alle Akteure im Euroraum im Zweifel auf niedrige Zinsen hin – und könnten somit den LBO-Akteuren somit eine Quasi-Garantie für ihr Geschäftsmodell bieten – bis das Geschäftsmodell an sein Ende in Europa geführt worden (d.h. unlukrativ geworden) ist.



Die Betroffenheit von Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmern fordert die Gewerkschaften besonders heraus, zu aktuellen wie zu langfristig angelegten Politiklinien im Zusammenhang mit den diesbezüglichen wirtschaftlichen Vorgängen Position zu beziehen. Sowohl mehrere Einzelgewerkschaften<sup>100</sup> als auch der **DGB**<sup>101</sup> haben daher aufgrund ihrer intensiven Erfahrungen **Vorschläge für sinnvolle regulierende Maßnahmen** entwickelt. Die **Hans-Böckler-Stiftung** hat ferner **beachtliche Grundlagenarbeit** zum Thema „Finanzinvestoren“ gefördert<sup>102</sup> sowie neben einer umfassenden Darstellung zu den Aktivitäten von Finanzinvestoren in Deutschland<sup>103</sup> diverse Fallstudien<sup>104</sup> erarbeiten lassen.

### c. Grüne Positionsbestimmung

Fraktionsvertreter von Bündnis 90/ Die Grünen haben aktuell in einem umfassenderen Papier auch ihre Politikoptionen, allerdings begrenzt auf das Aktionsfeld Hedgefonds, beschrieben<sup>105</sup>. Mehr Transparenz, Vorschriften zur Risikostreuung und Kreditrisikobegrenzungen in Form von – allerdings nicht konkretisierten – Kreditaufnahmebeschränkungen werden diskutiert, ohne sie sich eindeutig zu eigen zu machen<sup>106</sup>. In gewisser Weise ängstlich davor, „Farbe zu bekennen“, wird vor allem die Rolle der internationalen Politik als Handlungsoption seitens der Grünen betont, ohne daraus

---

<sup>100</sup> Vgl. etwa Wirtschaftspolitische Informationen der IG Metall Nr. 4 vom 12.03.2007, ferner IG BCE, Wirtschaftsinfo: Finanzinvestoren, Nr. 3/ 2007, Mai 2007, ferner den Vermerk von Grub Brugger & Partner, Rechtsanwälte, für die IG-Metall: Rechtliche Grenzen der Nutzung des Vermögens der Zielgesellschaft zur Finanzierung von LBO-Transaktionen, zu finden über [http://www.boeckler.de/pdf/mbf\\_gutachten\\_schaeffler\\_2007.pdf](http://www.boeckler.de/pdf/mbf_gutachten_schaeffler_2007.pdf) (eingesehen am 14.08.2007).

<sup>101</sup> Vgl. für einen aktuellen Überblick etwa die Positionsdarstellung in der Pressemitteilung des DGB Bundesvorstandes vom 30.05.2007, „Hedge Fonds: Sommer fordert verbindliche Regelung“, zu finden über [http://www.dgb.de/presse/pressemeldungen/pmdb/pressemeldung\\_single?pmid=2992](http://www.dgb.de/presse/pressemeldungen/pmdb/pressemeldung_single?pmid=2992) (eingesehen am 15.08.2007).

<sup>102</sup> Vgl. etwa Christian Böttger, Strukturen und Strategien von Finanzinvestoren, Arbeitspapier 120 der Hans Böckler Stiftung, Düsseldorf, März 2006, ferner ein ausführliches Gutachten zu den steuerlichen Aspekten von L. Jarass/ G.M.- Obermaier: Steuerliche Aspekte der Aktivitäten von Private Equity und Hedge Fonds – Gutachten im Auftrag der Hans-Böckler-Stiftung, Juli 2007, zu finden über [http://www.boeckler.de/pdf/mbf\\_gutachten\\_jarass\\_2007.pdf](http://www.boeckler.de/pdf/mbf_gutachten_jarass_2007.pdf) (eingesehen am 14.08.2007), im folgenden kurz Jarass-Obermaier-Gutachten; zur finanzmarktstrukturellen Seite ein Gutachten von Hans-Joachim Voth, Transparenz und Fairness auf einem einheitlichen europäischen Kapitalmarkt, Studie im Auftrag der Hans-Böckler-Stiftung, Juli 2007, zu finden über [http://www.boeckler.de/pdf/gutachten\\_voth\\_2007.pdf](http://www.boeckler.de/pdf/gutachten_voth_2007.pdf) (eingesehen am 14.08.2007), im folgenden kurz: Voth, Gutachten [Bei Troost, Strenge Regulierung von Hedge-Fonds, a.a.O. S. 11 wird zu recht darauf hingewiesen, dass ein Teil des Voth'schen Vorschlages, nämlich der Gedanke weiteren Fonds ähnliche Strategien wie den Hedgefonds erlauben zu sollen, skurril anmutet. Da frage sich in der Tat, ob nicht der Teufel mit dem Beelzebub ausgetrieben werde, weil man damit ja nur eine problematische Struktur ausdehnt, OR].

<sup>103</sup> Vgl. Lothar Kamp/ Alexandra Krieger: Die Aktivitäten von Finanzinvestoren in Deutschland – Hintergründe und Orientierungen, Hans-Böckler-Stiftung Juli 2005, zu finden über [http://www.boeckler.de/pdf/mbf\\_investgesellschaften\\_2005.pdf](http://www.boeckler.de/pdf/mbf_investgesellschaften_2005.pdf) (eingesehen am 14.08.2007).

<sup>104</sup> von verschiedenen Autoren zu den Beispielen A.T.U. Auto-Teile-Unger-Gruppe, Edscha AG, Grohe AG & Co. KG, Kolbe coloco GmbH & Co KG, Peguform GmbH & Co KG, Hamburger Morgenpost, Mobilcom AGSpringer Science+Business Media, zu finden über [http://www.boeckler.de/cps/rde/xchg/hbs/hs.xsl/396\\_48994.html](http://www.boeckler.de/cps/rde/xchg/hbs/hs.xsl/396_48994.html) (eingesehen am 14.08.2007).

<sup>105</sup> Vgl. Gerhard Schick, „Hedgefonds: Definition, Risiken, Politikoptionen“, 24.05.2007, in: Bundestagsfraktion Bündnis 90/ Die Grünen, „Global und fair – Grüne Beiträge zur internationalen Wirtschafts- und Finanzpolitik“, zu finden über <http://www.gruene-bundestag.de/cms/publikationen/dokbin/185/185708.pdf> (Einsichtnahme am 26.07.2007).

<sup>106</sup> Vgl. Schick, a.a.O., S. 29 f.



einen eigenen Vorschlag zu entwickeln<sup>107</sup>. Ein anderer wesentlicher Teil der mit dem Vorgenannten jedoch nicht vernetzten Positionsentwicklung läuft über engagierte Grüne und ihre Beiträge zum Thema Grundeinkommen. Sie wurden als wertvoller Beitrag in diesem Papier zitiert<sup>108</sup>.

*d. Die Positionsentwicklung bei der Partei „Die Linke“*

Für die Partei „Die Linke“ muss das Thema Private Equity/ Hedgefonds-Regulierung eigentlich zum politischen Kerngeschäft gehören. Einer ihrer finanzpolitischen Vertreter im Deutschen Bundestag hat die politische Fokussierung jedoch **vor allem auf das Aktionsfeld der Hedgefonds** konzentriert und sich mit den Grundlagen und Handlungsalternativen auseinandergesetzt<sup>109</sup>. Die Positionsentwicklung erfolgt nicht zuletzt, indem **gewerkschaftliche Überlegungen rezipiert** werden<sup>110</sup>. Der in einem zu diesem Papier vorlaufenden Positionspapiers des Autors<sup>111</sup> sowie von MdB Florian Pronold entwickelte Aufforderung, auch nationale Regulierungsmöglichkeiten zu nutzen, wurde – mit Konkretisierungsvorschlägen - gefolgt<sup>112</sup>.

*e. Konservativ-liberale Positionsentwicklungen, insbesondere bei der CDU*

Der populären Dominanz der „Heuschrecken“-Begriffsbildung (samt der damit verbundenen positiven Identifikation für die SPD und andere Akteure von links) versucht die CDU nun, in kurzer Zeit und mit prominenten Autoren, mit einer nationalen bis nationalistischen Attitüde bzw. Debatte zu begegnen: Ausgehend von einem FAZ-Beitrag von **Roland Koch**<sup>113</sup>, platziert in der hessischen Vorwahlkampfphase, wird von verschiedenen Unionspolitikern

---

<sup>107</sup> Vgl. Schick, a.a.O., S. 33.

<sup>108</sup> Vgl. oben 3.

<sup>109</sup> Vgl. Axel Troost, „Strenge Regulierung von Hedge Fonds erforderlich“, 26.05.2007, zu finden über [http://www.axel-troost.de/article/1415.axel\\_troost\\_strenge\\_regulierung\\_von\\_hedge\\_fonds\\_erforderlich.html](http://www.axel-troost.de/article/1415.axel_troost_strenge_regulierung_von_hedge_fonds_erforderlich.html)

(Einsichtnahme am 26.07.2007).

<sup>110</sup> Vgl. Troost, a.a.O., S. 10 unter Hinweis auf ein Gutachten der Hans-Böckler-Stiftung.

<sup>111</sup> Ortwin Runde/ Florian Pronold, Intelligenz gegen Geldgier, Berlin, 14.06.2007, zu finden über <http://www.ortwin-runde.de/pdf/120.pdf> (eingesehen am 31.07.2007); zu dessen Aufnahme in der Öffentlichkeit vgl. FTD vom 15.06.2007, „SPD-Linke feuern gegen Private Equity“.

<sup>112</sup> Vgl. Troost, a.a.O., S. 14, der erhöhte Eigenkapitalanforderungen für die Kreditvergabe an Hedgefonds entsprechend dem o.g. Gutachten der Hans-Böckler-Stiftung anregt, ferner eine Rücknahme der Zulassung von Hedgefonds, die mit dem Investmentmodernisierungsgesetz 2004 geschah, ferner Anlagebeschränkungen der Investitionen von Versicherungen und Pensionsfonds in Hedgefonds. Auch Schwellen für Melde- und Registrierungspflichten sowie die Qualifikation von Stimmrechten in Abhängigkeit von der Haltedauer von Aktien – insofern in gewisser Weise auf der regulierenden Linie des BMF liegend (nachfolgend unten) – wird angeregt.

<sup>113</sup> Roland Koch, Die neuen Herausforderungen der Marktwirtschaft, in: FAZ vom 28.06.2007; der Beitrag steht – zeitlich deutlich orientiert am Wahlkampf zur hessischen Landtagswahl im Januar 2008 – in einer Reihe, mit der sich der hessische Ministerpräsident wirtschaftspolitisch zu profilieren sucht und dabei eine Allianzmöglichkeit mit der Frankfurter Allgemeinen Zeitung willigerweise vorfindet, vgl. insofern auch Roland Koch, Risikobereit und glaubwürdig, in: FAZ vom 07.05.2007 sowie den flankierenden Artikel in der FAZ vom 28.06.2007 „Koch verlangt Schutz deutscher Konzerne“.

unter Einschluss der Bundeskanzlerin<sup>114</sup> **versucht**, die **kapitalismuskritische Debatte in eine nationaldimensionale umzuwandeln** und über außenwirtschaftsrechtliche Faktoren einzufangen. Dabei spielt man – durch Nachvornestellung russischer und chinesischer Aktionen – mehr oder minder auch bewusst mit dem Angstelement vor der „roten Gefahr“<sup>115</sup>. Dies muss – bei allem nötigen Respekt vor den Problemen, die aus der Kapitalagglomeration heraus bestehen, - angesichts des faktischen Hintergrundes, d.h. der dortigen eher radikalkapitalistischen Entwicklung, mit dieser Isolierung des „Nationalen“ in gewisser Weise absurd anmuten. Zu Recht wird kritisiert, dass diese mit Nationalismen verkleidete Angst vor Staatsfonds mit einer bemerkenswerten **Blindheit gegenüber den Gefahren privater Finanzinvestoren** einhergeht<sup>116</sup>. Aus internationalem Blickwinkel rufen solche Initiativen allerdings auch Kopfschütteln hervor: Der britische Finanzminister äußerte sich beispielsweise reserviert<sup>117</sup>. Die EU-Kommission hat dazu einen Warnschuss zu entsprechenden Überlegungen des Bundeswirtschaftsministers abgegeben<sup>118</sup>. So oder so: Auch durch die Konkurrenzpositionen der anderen Parteien bzw. Fraktionen besitzt eine Strategie zum Thema Private Equity für die SPD hohe Priorität.

*f. Rationale ökonomisch-angelegte Antworten als grundsätzlich angelegte Strategie linker Sozialdemokratinnen und Sozialdemokraten*

**Aus linker Perspektive** fragt jede Veränderung eines kapitalistischen Systems nach ihren Wirkungszusammenhängen – und den daraus zu entwickelnden politischen Konsequenzen. Sie verlangt nach ökonomisch-rationaler Analyse, die an die brilliansten Erkenntnisse und

---

<sup>114</sup> Vgl. FTD vom 28.06.2007, „Deutschland geht in Deckung“; ferner FTD vom 17.07.2007, „Suche nach EU-Plan gegen Staatsfonds“, Handelsblatt vom 16.07.2007 „Merkel will Wirtschaft schützen“, FAZ vom 04.07.2007, „Berlin ringt um Vetorecht gegen ausländische Käufer“, FAZ vom 29.06.2007, „Wirtschaft gegen Zugangskontrollen für Investoren“, FTD vom 26.06.2007, „Berlin prüft Vetorecht für Firmenkäufe“. Eine ähnlich wahlkampfbezogene Attitüde mit nationalem Einschlag hat der niedersächsische Ministerpräsident Wulff bei der Debatte um den Kauf der Siemens-Tochter VDO entweder an den niedersächsischen Konzern Continental bzw. den Finanzinvestor Blackstone unternommen (die niedersächsische Landtagswahl ist ebenfalls im Januar 2008); vgl. FAZ vom 20.07.2007, „Wulff setzt sich bei VDO für Conti ein“.

<sup>115</sup> Dies ironisch andeutend Lucas Zeise, „Gefahr aus dem Osten“, in: FTD vom 03.07.2007.

<sup>116</sup> Vgl. Lucas Zeise, „Die Kritiker sind Elche“, in: FTD vom 25.07.2007, ferner Dierk Hirschel, „Mit zweierlei Maß“, in: FTD vom 25.07.2007 und – interessanterweise – Jürgen Thumann, „Keine Schnellschüsse gegen Auslandsinvestitionen“, in: Süddeutsche Zeitung vom 04.07.2007. Wie absurd die von der CDU betriebene Um-Kategorisierung unter dem nationalen Etikett ist, wird auch dadurch verdeutlicht, dass der Managing Direktor des Finanzinvestors Carlyle angesichts der Finanzkrise im Sommer 2007 kundtat, die durch die Krise schwieriger gewordenen Finanzierungen seiner Fonds nun eben durch Geld von Staatsfonds bewerkstelligen zu wollen – mit anderen Worten: ein trojanisches Pferd zu bilden; vgl. Handelsblatt vom 22.08.2007, „Carlyle will Staatsfonds anzapfen“; derzeit wird die Einrichtung eines deutschen Staatsfonds zur Abwehr anderer Staatsfonds auf Initiative der CDU von der Großen Koalition geprüft, vgl. FTD vom 27.08.2007, „Mit Sparkassen gegen Staatsfonds – Koalition prüft Einrichtung eines Abwehrpools - Kapitalsammelstelle soll mit 15 bis 20 Mrd. Euro ausgestattet werden“, zu den Bedenken vgl. FTD vom 24.08.2007, „Finanzbranche irritiert über Berliner Pläne – Regierung will Bildung einer Kapitalsammelstelle prüfen“.

<sup>117</sup> Vgl. FTD vom 26.07.2007, „London kritisiert Vorgehen gegen staatliche Fonds“.

<sup>118</sup> Vgl. FTD vom 10.08.2007, „Brüssel bremst Berlin in Staatsfonds-Debatte – Bundesregierung droht mit Plänen zur Abwehr unerwünschter Auslandsinvestoren gegen EU-Recht zu verstoßen“; zu den ordnungspolitisch-merkwürdigen Initiativen des Bundeswirtschaftsministers in diesem Kontext vgl. Handelsblatt vom 10.08.2007, „Ein Glos kommt selten allein – Gleich drei ordnungspolitische

Methoden des Ökonomen **Karl Marx** anknüpfen kann. Dabei gilt kurz gesprochen: Kapital folgt dem Weg der höchsten Rendite und ist zwangsläufig umverteilungsgeprägt. Der Kapitalist ist der Fortschrittmann per se, der die Wirtschaft in seinem eigennützligen Sinne voranbringt. Die starke Durchsetzungskraft von Private Equity könnte insofern nicht mehr oder minder als hinzunehmender kapitalistischer „Fortschritt“ sein.

Das lässt strategisch fragen: Was sollte – politisch – diesen Lauf der Dinge aufhalten bzw. dazu motivieren, ihn aufzuhalten, insbesondere wenn es sich um den Wechsel von einer ökonomischen Qualität zur anderen handelt? Muss man nicht vielmehr an der Speerspitze einer solchen Entwicklung stehen, um den Wohlstand der eigenen Region zu sichern (ergänzt um das Konkurrenzargument: natürlich auch auf Kosten anderer Regionen, anderer Menschen)? Man kann dem fatalistisch-faktisch zustimmen. Und dann eigentlich jede Ökonomie – und insbesondere friedenssichernde Ordnungspolitik – sein lassen, und allein auf die Zuspitzung von Widersprüchen der ökonomischen und politischen Verhältnisse setzen. Nur: Das wäre politisch-philosophisch – bei allem Respekt vor Marx – im 19. Jahrhundert stehengeblieben. Und dies gilt für alle „ganzheitlichen“ Strategien, die auf einer Momentaufnahme beruhen.

Festzuhalten ist, dass eine **linke Antwort gegen Geldgier** die ökonomischen Zusammenhänge betrachten und – im optimalen Fall – die marktwirtschaftlichen Mechanismen so zusammensetzen sollte, dass miteinander konkurrenzfähige Akteure sich im Interesse sozialer Stabilität möglichst in ein Gleichgewicht bewegen. Private Equity ist in diesem Zusammenhang eben eine **Herausforderung für Ordnungspolitik, für Wirtschafts-, insbesondere Wirtschaftsförderungspolitik, für Justizpolitik und für Arbeitsmarkt- und Sozialpolitik**. Da das „Bewegen in das Gleichgewicht“ nicht dazu führen wird, dass das Gleichgewicht auch effektiv entsteht, muss eine intelligente, ökonomisch-rationale Lösung in einer Demokratie auch stets den Staat als Akteur einbeziehen: Mit Blick auf Private Equity gesprochen heißt dies: Es geht um **aktive Finanzmarktpolitik**, insbesondere Kapitalmarktregulierungspolitik, und um **Steuerpolitik** in ihrem besten Sinne: Nämlich zur Einnahmeerzielung, um durch Abschöpfung bei den besonders renditeträchtigen volkswirtschaftlichen Akteuren den allgemeinen Investitionsbedarf befriedigen zu können und unsoziale Verteilungen im Sinne des Leistungsfähigkeitsprinzips, also auch unter Erhaltung von Leistungsanreizen, zu korrigieren. Insofern lassen sich folgende **Eckpunkte** für eine weitere politische Positionsbestimmung entwickeln:

- **Primat der Demokratie:** Die Regulierung der Finanzinvestoren ist eine **staatliche Aufgabe in einer Demokratie**, die so weit wie möglich international harmonisiert erfolgen sollte, ohne dass deswegen nationale Entwicklungen mit Vorbildcharakter ausgeschlossen sind. Ganz im Gegenteil: Mehr Transparenz lässt sich auch

---

Merkwürdigkeiten hat Deutschlands Wirtschaftsminister am Mittwoch von sich gegeben. Die Republik

nationalstaatlich bereits herstellen. Die hohe Sensibilität für die gesamte Breite der Volkswirtschaft verbietet die Beschränkung auf eine Selbstregulierung der Branche. Man kann ja schlecht die „Täter“ zu „Polizisten“ machen.

- **Aktive Gesellschaftspolitik statt Wunschliste:** Eine Gesetzesinitiative der Großen Koalition sollte genutzt werden, um eine vernetzte, **gemeinwohlorientierte Lösung** zu ermöglichen. Maßgabe ist eine umfassende Betrachtung aller betroffenen Interessen, insbesondere auch der industriepolitischen. Die Interessen des Finanzplatzes bieten hier nur eine Oberfläche von vielen. Konkreter gesprochen: Anreize für Finanzinvestoren müssen gesellschafts- und steuerrechtlich so gesetzt werden, dass allein renditegetriebener Arbeitsplatzabbau ausgeschlossen wird. In diesem Sinne geht es auch um mehr Mitbestimmung in den betroffenen Unternehmen. Insofern muss auch jeder Inlandsbezug schon Regulierungswirkung auslösen können. Das heißt auch: Gesetzgeberische Schritte sind auf vernünftige Weise miteinander zu vernetzen: **„Anreizerneuerungsregeln“ für die Branche kann es nur im Paket mit zufriedenstellenden, gesetzlich getroffenen Regulierungen geben.**
- **Widerspruchsfreie Kapitalmarktordnung durchsetzen:** Dort, wo zur **Stabilisierung des Finanzmarktes** rechtliche Balken eingezogen worden sind, müssen diese auch auf Private-Equity und Hedgefonds ausgedehnt werden. Konkreter gesprochen: Es kann nicht angehen, dass Basel II umgangen wird. Die Banken gehören in die Pflicht genommen. Lücken, die Private Equity und Hedgefonds noch nutzen können, sind zu schließen. Hedgefonds sind auf ihren eigentlichen Zweck zurückzuführen.
- **„Echtes“ Unternehmertum geht vor:** Insbesondere die finanz- und steuerpolitischen Rahmenbedingungen müssen so geordnet sein, dass Finanzinvestoren steuerlich und gesellschaftsrechtlich nicht im Endeffekt besser gestellt sind als der Unternehmer, das Unternehmen selbst. Umgekehrt heißt das auch: Dort, wo die Fonds wie echte Unternehmer, also mit Risiko und Initiative auftreten, ihre Interessen in eine gleiche Richtung wie die einer Belegschaft formulieren, gebührt ihnen eine gleiche Position. Und beispielhaft konkreter: Keine Verwässerung, sondern **Stärkung der Grundgedanken der Unternehmensteuerreform.** An den hohen Renditen der Finanzinvestoren muss die Allgemeinheit mindestens so durch Besteuerung teilhaben, wie sie dies an Unternehmenseinkünften ebenfalls tut.

## 5. Derzeit geltende rechtliche und politische Rahmenbedingungen

a. *Teillösung durch die Unternehmensteuerreform?*

Angesichts der u.a. mit der sog. Zinsschranke hergestellten stärkeren Besteuerung von Fremdfinanzierungen bei Unternehmen könnte man mutmaßen, dass insbesondere die Problemlagen um LBO's schon Erledigung gefunden hätten. Demnach bestünde weniger akuter regulierender Handlungsbedarf im Kontext der Private-Equity-Gesetzgebung der Großen Koalition.

Das BMF ging und geht davon aus, die Reform der Rahmendingungen für Beteiligungskapital müsste in engem Zusammenhang mit der Unternehmensteuerreform 2008 zu sehen sein<sup>119</sup>. Zu recht. Durchaus wäre die **verschränkende politische und zeitlich verbundene Behandlung des Projektes Unternehmensteuerreform 2008 mit dem Private-Equity-Thema eine offenkundige Notwendigkeit** gewesen. Dies hätte umso mehr gegolten, als einerseits deutsche Unternehmen, was das Private-Equity-Geschäft betrifft, nur bei Transaktionen im Mittelstand von Bedeutung sind, d.h. das Geschäft im Übrigen von amerikanischen Firmen dominiert wird. Andererseits bildeten gerade die US-amerikanischen Aufschläge im Steuerwettbewerb eine Ursache für die fortgesetzte deutsche Unternehmensteuerreform<sup>120</sup>.

Aber, die entscheidende **Schlüsselfrage für die Sozialdemokratie**: Ist mit der **Unternehmensteuerreform 2008** das Problem der arbeitsplatzgefährdenden Überschuldung durch Private Equity zufrieden stellend erledigt worden? Allein: Darüber lässt sich trefflich streiten.

Das **BMF** schien einen **Erfolg in dieser Richtung** schon deswegen annehmen zu wollen, weil mit der Unternehmensteuerreform 2008 die steuerlichen Rahmenbedingungen verbessert und mithin die **Wettbewerbsfähigkeit deutscher Unternehmen** deutlich gestärkt worden seien<sup>121</sup>. Nur: Die **Kausalitätskette** bis zum Nachweis, dass damit Entlassungen vorgebeugt, selbst nur das Projekt der **Reduktion arbeitsplatzgefährdender Überschuldung** erfolgreich angegangen sei, ist damit **noch nicht hergestellt**. Aus der Sicht der SPD dürfte daher der wesentliche Teil des Private-Equity-Regulierungsprojektes der Großen Koalition mit der Unternehmensteuerreform 2008 **noch nicht erledigt** sein.

Immerhin: Im Rahmen der **Unternehmensteuerreform** ist mit der sog. Zinsschranke ein **erster Ansatz** gemacht worden, der – möglicherweise allerdings nur begrenzt, hier geht der Streit – zur Eindämmung der leveragemotivierten Private-Equity-Engagements helfen können soll. Dass im Kontext mit Teilen der Unternehmensteuerreform, d.h. der **Zinsschranke**, überhaupt seriös von einer Private-Equity-Beschränkung gesprochen wird,

<sup>119</sup> Vgl. BMF-Eckpunktepapier, S. 1.

<sup>120</sup> Vgl. Steffen Ganghof, Wer regiert in der Steuerpolitik, Frankfurt/ New York 2004, S. 41 ff.

<sup>121</sup> Vgl. BMF-Eckpunktepapier, S. 1.

beruht auf folgender Mutmaßung. Es geht im Wesentlichen um zwei Konstellationen, mit denen man zu kalkulieren hat. Und beide Konstellationen setzen übrigens voraus, dass sich an den übrigen steuerlichen Rahmenbedingungen für Private Equity Fonds nichts (!) ändert:

- (1.) Eine **vermögensverwaltende** (und damit gewerbesteuervermeidende) **Qualität** bei Konstruktionen um Private-Equity-Fonds setzt in gewisser Weise voraus, dass die Zielgesellschaften im Wesentlichen aus **Eigenmitteln** erworben werden. Dann bilden auch nur die Ziel- und ggf. zusätzlich dazu geschalteten Zwischengesellschaften einen Konzern. Ein höherer Eigenmittelanteil dürfte den Leverageeffekt auf Fondsebene „zerstören“. Fraglich bleibt allerdings, ob eine überbordende Fremdfinanzierung (d.h. geringe Eigenkapitalausstattung) auf Zwischen- und Zielgesellschaftsebene noch zur Steigerung der Eigenkapitalrendite Sinn machen würde. Denn in diesem **kleineren Konzerngebilde** (von Zwischen- und Zielgesellschaften) würde untereinander die Escapeklausel zur Zinsschranke ja wieder gelten können.
  
- (2.) Wird der **Fonds** mit einem interessanten **Leverageeffekt**, also hoher Fremdfinanzierung verbunden, dann würde er zum **Teil des Konzerns** gemeinsam mit den Ziel- und Zwischengesellschaften. Bei gleichmäßig niedrigen Eigenkapitalquoten auf allen Gesellschaftsebenen entginge der Fonds dann zwar der Zinsschranke wegen gleichmäßig extrem niedriger Eigenkapitalquote. Die hohe Fremdfinanzierung soll aber zur Gewerblichkeit des Fonds führen – mit der Folge der Gewerbesteuerpflicht (?). Das ist aber (nicht nur) ein schwacher Trost für alle Akteure, die unter dem Leverageeffekt zu leiden haben. Es kann auch wirkungslos sein, wenn die Gewerbesteuerpflicht wegen des geringen Eigenkapital des Fonds – ohnehin im „timelag“ zum kurzfristigen Engagement – keine Wirkung entfaltet. Dies könnte einerseits darauf beruhen, dass ein Finanzamt die Steuerschuld nicht mehr effektiv vollstrecken kann, andererseits etwa darauf, dass mit dem Argument, dann Arbeitsplätze beim Zielunternehmen abzubauen, eine Steuerschuld im Erlasswege niedergedrückt wird<sup>122</sup>.

Man sieht: Diese Überlegungen im Zusammenhang mit der Unternehmensteuerreform können in die richtige Richtung weisen, zumal sie zur Bildung, Verstärkung und Belassung von Eigenkapital in deutschen und europäischen Unternehmen motivieren sollen. **Sicher** ist dies aber **nicht**.

Wertloser könnten die **Fremdfinanzierungsregeln zur Unternehmensteuerreform 2008** (insbesondere die Zinsschranke) gegenüber externen Fonds jedenfalls dann werden, wenn die steuerliche Lage rund um die Fonds in deren Sinne geändert wird. Dies gilt namentlich

dann, wenn Private Equity Fonds steuerlich wie REITs ausgestattet werden würden, d.h. mit vollständiger Steuertransparenz, so dass die Gewerbesteuerpflicht in jedem Fall ausgeschlossen ist. Dann hätten wir eher einen **Treppenwitz der Finanzgeschichte**: Denn einen (im Zweifel unseriösen) Investor würde die Fremdfinanzierung des von ihm gekauften Unternehmens steuerlich überhaupt nicht berühren, weil erstens **der Fonds** per se steuerfrei gestellt würde und die o.g. Aktivitätsklausel nicht gilt bzw. irrelevant wäre<sup>123</sup>. Für **das gekaufte Unternehmen** könnte die (zu Sonderausschüttungszwecken) aufgebürdete Fremdfinanzierung zwar auch noch zu einem steuerlich belastenden Reflex werden (wenn diese Belastung nicht schon durch die Escape-Klausel im wie dann auch immer festgelegten Konzern absorbiert würde). Das interessiert den Investor aber nicht, weil er schneller, als die Steuerbehörden schauen könnten, das Produktivvermögen ausgetrocknet hätte, mithin seine Renditeinteressen bereits realisiert hätte. Dem steht das Argument, ein ausgezehrttes Unternehmen ließe sich kaum weiterverkaufen<sup>124</sup>, nicht entgegen (denn der Wert wäre ja längst anderweitig gezogen worden). Und selbst wenn der Investor in Deutschland unternehmensteuerpflichtig würde, bliebe ihm noch der Weg über die Escape-Klausel<sup>125</sup>. Diese bietet für die deutsche Steuerverwaltung (Stichworte: Ermittelbarkeit der internationalen Vergleichsquoten, Bedeutung der Vergleichbarkeit zwischen deutscher und internationaler Rechnungslegung, etc.) ausreichend Fallstricke. Zynischerweise kann man dann sogar davon sprechen, dass dann die Escape-Klausel die Private Equity Branche unter Zuhilfenahme des eigenen Geschäftsmodells, insbesondere des LBOs, schützen würde.

Gibt es noch **weitere „Schnittmengen“** zwischen Unternehmensteuerreform 2008 und Private Equity von Interesse? Speziell zu Thema „Venture Capital“ darf nicht vergessen werden, dass mit den Veränderungen bei den sog. **Mantelkauf-Regelungen** sowie im Kontext der sog. **Funktionsverlagerungen** weitere steuerliche Neunormierungen getroffen worden sind. Sie betreffen allerdings diesbezügliches **„echtes“ unternehmerisches Engagement**, mit dem Ziel, wirtschaftliche Ergebnisse aus Innovationsprodukten auch in Deutschland zu versteuern. Der Gesetzgeber verzichtet also gegenüber „echten“ Unternehmern auf ein „Steuertuning“.

Das könnte, bei falscher Schwerpunktsetzung im Bereich der Private-Equity-Gesetzgebung, eine **ganz merkwürdige bis zynische politische Entwicklung** andeuten: Einerseits würde man die „echten“ Unternehmer „zügeln“, wenn sie sich ein „eigenes „Steuertuning“ über niedrige Besteuerung im Ausland besorgen, also soweit sie aus Innovationen stammenden Gewinn aus Deutschland heraus transferieren. Andererseits würde man mit Steuermitteln

---

<sup>122</sup> Wie im Fall des o.g. Leverkusener Automobilzulieferers, vgl. Der Tagesspiegel vom 12.04.2007, „Die Piranha-Strategie“.

<sup>123</sup> Vgl. oben 2. (4.)

<sup>124</sup> In diese Richtung geht Heino Meerkatt in Financial Times Deutschland vom 21.08.2006, „Honigbienen, nicht Heuschrecken“.

<sup>125</sup> Deren Anwendbarkeit hat der bis kürzlich für die Unternehmensteuerreform zuständige MinDig Müller-Gatermann noch betont; vgl. Financial Times Deutschland vom 06.12.2006, „Bund verschont Private Equity bei Zinsbesteuerung“.

den Finanzier der innovationsfreudigen Unternehmer mit einem Wagniskapitalbeteiligungsgesetz privilegieren, wenn dies nicht zielgenau erfolgt. An dieser Stelle könnte ein Widerspruch zwischen der nachfolgend dargestellten<sup>126</sup> **dreigleisigen Strategie des BMF zur Wagniskapitalförderung mit der Unternehmensteuerreform 2008 drohen.**

#### *b. Das REITs-Gesetz als Muster?*

Vor diesem Hintergrund darf (nochmals) daran erinnert werden, dass ein nicht gerade unproblematischer **Prototyp der Private-Equity-Engagements** die deutsche Legislative schon durchlaufen hat: REITs. Wer das Produkt REITs in seiner jetzigen Ausgestaltung kennt, wird die Ähnlichkeit seiner Strukturelemente mit so manchem Wunsch der Private-Equity-Branche leicht identifizieren können: Die **völlige steuerliche Transparenz** sowie die nicht-unproblematische<sup>127</sup> **Deformation der staatlichen Kontrolle** durch Wirtschaftsprüfungsvermerke gehen in eine Richtung, die von der Private-Equity-Branche sicherlich nicht abgelehnt werden würde<sup>128</sup>. Strategisch besaßen und besitzen REITs daher durchaus die **gefährliche politische Qualität eines Türöffners**. Ohnehin problematisch genug, weil sie die bestehenden internationalen Besteuerungsregeln auf den Kopf stellen<sup>129</sup>, dürfen die für sie geltenden Regelungen **keinesfalls** das **Muster** für die übrige Private-Equity-Branche werden. Allerdings muss man konstatieren, dass die **jetzt schon** in Form von Verwaltungsanweisungen (BMF-Schreiben) **existierenden Rahmenbedingungen** für Venture Capital und Private Equity Fonds im Ergebnis auf eine transparente Besteuerung hinauslaufen können – und von daher auch **Teil der problematischen Entwicklung** sind, also hin zur „transparenten“, d.h. auf Fondsebene ausfallenden Besteuerung, wie sie bei REITs gesetzlich manifestiert ist.

#### *c. Die bisherigen rechtlichen „Rahmenbedingungen“*

Für die **Private Equity Branche** gibt es bislang keine „eigenen“ gesetzlichen Regeln, die in einem geschlossenen kodifizierten Gesamtzusammenhang zu finden wären, weder für die Anlagen, noch für die Gesellschaften. Neben den schon angesprochenen steuerlichen Rahmenbedingungen stellt sich der Blick über den Bestand an Rahmenbedingungen wie folgt dar:

---

<sup>126</sup> Siehe unten 6. b.

<sup>127</sup> Vgl. hierzu (mit Blick auf die IKB-Krise) den Kommentar von Sven Clausen in FTD vom 03.08.2007, „Im Tal der Ahnungslosen – VW, Siemens, WestLB, jetzt IKB – nie wollen die Wirtschaftsprüfer etwas von einer Krise gewusst haben. Die Branche zeigt sich frei von Selbstkritik. Das belegt, wie krank das System ist.“

<sup>128</sup> Zu den „Wünschen“ der bzw. für die Branche vgl. nachfolgend unter 7. a.

<sup>129</sup> Ausführlich dazu Ortwin Runde/ Florian Pronold, „Heuschrecken vor der Wohnungstür“, Diskussionspapier vom 28.03.2006, zu finden unter <http://www.ortwin-runde.de/pdf/104.pdf> (eingesehen am 06.08.2007).



Sozusagen „als Ausreißer“ oder **exklusive Ergänzung** der ansonsten eher als **Direktförderung** angelegte Unterstützung von **Venture Capital**<sup>130</sup> gibt es auch „steuergetunte“ Ansätze: Ein spezieller rechtlicher Rahmen für Private Equity-Engagements mit besonderen Privilegien findet sich etwa im Rahmen des Unternehmensbeteiligungsgesetzes (UBGG). Der **Unternehmensgegenstand** einer **Unternehmensbeteiligungsgesellschaft** (UBG) bezieht sich ausschließlich auf den Erwerb, das Halten, die Verwaltung und die Veräußerung von **Wagniskapitalbeteiligungen**, wobei sie auf Minderheitsbeteiligungen beschränkt sind. Die wirtschaftliche Betätigung von UBGs ist die Gewährung von Darlehen, die Anlage von Investorengeldern und daran anknüpfende Finanztransaktionen beschränkt. UBGs müssen ihren Sitz im Inland haben mit einer inländischen Geschäftsleitung (hier könnten europarechtliche Probleme lauern). Ihr Stammkapital hat mindestens eine Mio. Euro zu betragen. Sie unterliegen der Anerkennung durch das Wirtschaftsministerium eines Landes, sind allerdings von der Bankerlaubnispflicht befreit. Steuerlich sind UBGs von der **Gewerbesteuer vollständig befreit** (§ 3 Nr. 23 GewStG). Als Kapitalgesellschaft unterliegen sie einer (im Ergebnis geringen) Körperschaftsteuerpflicht im Rahmen der Mutter-Tochter-Richtlinie (§ 8b KStG; Steuerfreiheit bis auf 5 Prozent nicht abziehbare Ausgaben); Kapitalertragsteuer muss bei Ausschüttung an Anleger wie üblich einbehalten werden. Da UBGs jedoch grundsätzlich nicht als Unternehmer anerkannt sind, besitzen sie für ihre Beratungs- und Verwaltungsdienstleistungen nicht das umsatzsteuerliche „Privileg“ des Vorsteuerabzugs. – Im Juni 2006 hatte sich die Wirtschaftsministerkonferenz der Länder auf eine kleine Reform des UBGG geeinigt, die insbesondere die Hinzunahme des (nicht unproblematischen) Mezzanine-Kapitals als Finanzierungsform umfassen sollte<sup>131</sup>.

---

<sup>130</sup> Die Förderung von Beteiligungskapital für Innovationen und Neugründungen (Venture Capital) ist nur Teil des weiter gefassten Aggregats Private Equity, das darüber hinaus (u.a.) den Bereich der Buyouts umfasst (Vgl. Deutsche Bank Research Nr. 60 vom 24.11.2006, S. 2). Die Venture Capital-Förderung, durchaus im Sinne einer Verbindung mit der übrigen Forschungs- und Entwicklungspolitik (FuE) der Bundesregierung, wurde in Übereinstimmung mit den Erkenntnissen zum 20. Subventionsbericht, vor allem als solche über direkte Finanzhilfen, nicht zuletzt unter Einsatz der KfW, als besser herstellbar anerkannt (Diese Vorzugswürdigkeit für die Förderung von FuE-Investitionen in Deutschland hat Frau PStS Dr. Hendricks gegenüber dem Autor (OR) in einem Schreiben vom 15.05.2006 (IV B 2 – S 2130 – 3/06), ausdrücklich im Vergleich zu steuerlichen Subventionen, hervorgehoben). Ansatzpunkte für eine konzentrierte Venture Capital/ FuE-Förderung über das Steuerrecht wurden z.B. von Frankreich oder Ungarn erprobt, aber vom BMF noch 2006 aus sicherlich erwägenswerten guten Gründen weniger favorisiert. Vorläufiges Resümee: Die Bundesregierung würde also ihre Venture Capital-Politik schon grundsätzlich ändern, wenn sie den Private Equity Einsatz in diesem Kontext auch mit steuerlichen Mitteln unterstützt und stärker zum Gegenstand der Finanz-, Wirtschafts-, aber auch der Forschungs- und Technologiepolitik machten.

<sup>131</sup> Insofern sei auf den Gesetzentwurf des Bundesrates vom 02.11.2006 zu einem Entwurf eines Gesetzes zur Weiterentwicklung des Gesetzes über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften (UBGG) in Bundestagsdrucksache 16/ 3229 verwiesen.

Wenn angesichts der nun diskutierten<sup>132</sup> Ergänzung und im Angesicht der bestehenden Direktförderung behauptet wird, der Markt für Venture Capital solle versagt haben<sup>133</sup>, muss man fragen, ob technologieorientierte Unternehmensgründungen wirklich nur noch mit totaler Steuerfreiheit funktionieren können. Wäre dem so, so wäre dies ein **Armutszeugnis für die Risikobereitschaft deutscher Unternehmen** – und nicht nur dieser.

*bb. Investmentmodernisierungsgesetz 2004*

Eine weitere – (relativ eingegrenzte und deswegen) privilegierte – Möglichkeit für Private Equity-Engagements findet sich ferner für **Kapitalanlagegesellschaften (KAG)** und **Investmentgesellschaften** nach dem Investmentgesetz (InvG), das im Wesentlichen mit Wirkung auf den 01.01.2004 umfassend modernisiert worden ist. Sie sind **nicht** auf **Venture Capital Förderung** beschränkt, sondern haben ihren **Hauptzweck in der Vermögensverwaltung** – und sind insofern präkludiert. Erforderlich ist ein Mindestkapital von 730.000 Euro. Die KAG bedarf einer Zulassung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen (BAFin) und untersteht dem Kreditwesengesetz. Soweit offene Investmentfonds vertrieben werden, ist die KAG zur jederzeitigen Rücknahme von Anteilen verpflichtet. Das lässt Private Equity diese Investmentform angeblich meiden wie ... - **Investmentaktiengesellschaften**, die daneben nach dem InvG als Engagementform **für Private Equity** in Betracht kämen, sollen für diese **ausscheiden**. Denn auch für sie würden **Anlagebeschränkungen** gelten wie für Investmentfonds (also mit Rücknahmeobligationen, d.h. der nötigen Vorhaltung von Geld für die Rücknahme; § 99 Abs. 3 InvG).

Das erklärt – neben der schon erwähnten hohen steuerlichen Popularität – die gesellschaftsrechtliche **Flucht von Private Equity** in die Rechtsform der **GmbH & Co KG**. Hinzu kommt, dass diese bestenfalls einer **sehr eingeschränkten BAFin-Kontrolle**, nämlich im Rahmen der Prospektprüfung, unterliegen und auch der Bankerlaubnispflicht entweichen könnten<sup>134</sup>. Sie sind mithin eine ideale Kapitalsammelkonkurrenz zu den Banken, ohne für diese geltende „lästige“ Kontrolle. Der „Nachteil“ der Fonds bestünde „nur“ mit der o.g., auf BMF-Schreiben beruhenden „labileren“ Einordnung rund um die Gewerbesteuerfrage, d.h. die Qualität der Vermögensverwaltung durch den Fonds als „Rest-Zügel“<sup>135</sup>. Der Vorteil der Banken beruht insofern noch auf gewerbesteuerlichen Privilegien wie § 19 GewStDV.

---

<sup>132</sup> Vgl. nachfolgend 6. b.

<sup>133</sup> So ja Staatssekretär Nawrath in Börsen-Zeitung vom 14.04.2007, „Private-Equity-Gesetz zielt auf mehr Transparenz“; vgl. auch oben 2. (6.).

<sup>134</sup> Die Bankerlaubnispflicht nach § 32 KWG von Private Equity Fonds in Form der GmbH & Co KG gilt als umstritten.

<sup>135</sup> Zu diesen steuerlichen „Rest-Zügeln“ siehe oben 2. (4.).

Weniger an rechtlichen Gesellschaftsformen orientiert, ergeben sich **andere Rahmenbedingungen in Teilen für Private Equity** aufgrund von europäischem Recht. Im Rahmen der umgesetzten Mifid-Richtlinie (zum Finanzmarkttrichtlinien-Umsetzungsgesetz) werden eher minder als mehr auch Regelungen zur **Qualifikation von Private-Equity-Fondsmanagern** (von denen aber im Einzelfall auch abgewichen werden kann!) sowie zum Risikomanagement getroffen, diese allerdings mit dem Fokus des Verbraucherschutzes. Dieser spielt bei Private Equity jedoch so gut wie keine Rolle, weil Private Equity auf einen sehr exklusiven Reichen-Club zugeschnitten sein dürfte.

Von erheblicherer Bedeutung dürfte politisch sein, dass mit der sog. **Kapitalschutzrichtlinie** im Oktober 2006 das grundsätzliche **Verbot** der Financial Assistance bei Aktiengesellschaften, das **Buyout-Finanzierungen erschwerte, aufgehoben** worden ist. Hier haben die Mitgliedstaaten allerdings noch eine **Rumpf-Regelungskompetenz** (zu Kreditwürdigkeit, Liquidität und Solvenz sowie Offenlegungspflichten des Investors). Da die Richtlinie auf deutsche GmbHs keine Anwendung finden soll und eine Regelungslücke für (vermögensverwaltende) Personengesellschaften bestehen könnte, sollte man insbesondere mit Blick auf das von Private Equity typischerweise gewählte GmbH & Co KG-Konstrukt näher prüfen, ob und wie hieraus Nektar, d.h. Regulierungspotential, entwickelt werden kann.

Von beachtlicher künftiger Bedeutung und Beachtung durch den deutschen Gesetzgeber dürfte ferner sein, dass die von der EU-Kommission beauftragte „**Alternative Investment Expert Group**“ in ihrem Bericht eine **EU-Regelung für ein einheitliches Umfeld für Private Equity** empfiehlt. Dazu soll auch die **vollständige Steuerbefreiung** auf Private-Equity-Fonds-Ebene sowie die Anlegerbesteuerung im Investorenheimatland gehören. Hier grüßen perspektivisch dieselben **steuerpolitischen Verwerfungen** wie bei REITs.

Auswirkungen aus dem **Grün- und Weißbuch der EU-Kommission für die Finanzdienstleistungspolitik** sind mit Blick auf Private Equity (angeblich) ebenso wenig abzusehen wie aus dem sog. Corporate Governance Aktionsplan. Immerhin: In diesem wie in dem Kontext der Ogaw-Richtlinie will das **EU-Parlament zeitnah aktiv** werden<sup>136</sup> – was nicht unbedingt Gutes verheißen sollte, aber jedenfalls **stark erhöhte Aufmerksamkeit der nationalen (d.h. für uns: des deutschen) Gesetzgebers**.

d. *Der politische Rahmen: Der Koalitionsvertrag vom 11.11.2005*

Der **Koalitionsvertrag** erklärt zu den Absichten von CDU/ CSU und SPD, die im Zusammenhang mit Private Equity gesehen werden dürfen:

„Produktinnovationen und neue Vertriebswege müssen nachdrücklich unterstützt werden. Dazu wollen wir die Rahmenbedingungen für neue Anlegerklassen in Deutschland schaffen. Hierzu gehören:

(...)

- die Überarbeitung der Regelungen für den Bereich Private Equity im Wege der Fortentwicklung des bestehenden Unternehmensbeteiligungsgesetzes in ein Private-Equity-Gesetz.“

Der Koalitionsvertrag erscheint insofern durchaus **offen** für eine **breit angelegte politische Ausfüllung und Gestaltung**. Er ermöglicht allerdings **auch** den **Weg über ein schrittweises strategisches Vorgehen**.

e. *Die gegenwärtige Debatte in der internationalen Politik*

In den **USA** und **Großbritannien** war im Frühsommer eine fast erstaunlich anmutende Debatte zu beobachten, die durchaus in den Kontext der BMF-Bemühungen rund um die deutsche G8-Präsidentschaft gesehen werden kann, die Gefahren von Hedgefonds auf die internationale Tagesordnung zu rücken: So forderte der **US-Kongress** eine **Besteuerung von Hedgefonds** mit bis zu 35 Prozent<sup>137</sup>. Hintergrund dafür waren die durch die Absicht zum Börsengang der Blackstone-Fonds bekannt gewordenen Jahresbezüge von Blackstone-Vorstand Schwarzman in Millionenhöhe (rund 400 Mio. Dollar für 2006)<sup>138</sup>. In **Großbritannien** ziehen sich (teilweise) die **Fondsmanager** ihres (größer als in Deutschland) bestehenden eigenen **steuerlichen Vorteils** in Form des sog. **carried interest**, indem sie plakativ vortrugen, **weniger Steuern zu zahlen als ihre Putzfrau**<sup>139</sup>. Dem (und nicht nur dem) scheint der Schatzkanzler dort nun Konsequenzen folgen zu lassen: Die Besteuerung der Finanzmarktmanager soll angehoben werden – mit Weiterungen für das britische Kapitalertragsteuersystem insgesamt und gegen den Trend in Europa<sup>140</sup>.

---

<sup>136</sup> Vgl. Börsen-Zeitung vom 18.07.2007, „Parlament wirbt für Dach-Hedgefonds – Klinz: EU-Vorschriften erweitern – Offene Immobilienprodukte einbinden“.

<sup>137</sup> Vgl. FAZ vom 18.06.2007, „Hedge-Fonds im Visier der Politik“; ferner FAZ vom 22.06.2007, „Hedge-Fonds sollen mehr zahlen“ sowie Handelsblatt vom 18.06.2007, „Finanzinvestoren – Schuss vor den Bug“ und FTD vom 18.06.2007, „Finanzinvestoren sollen höhere Steuern zahlen“.

<sup>138</sup> Vgl. FAZ vom 18.06.2007, „Hedge-Fonds im Visier der Politik“; ferner Berliner Zeitung vom 12.06.2007, „Blackstone-Chef kassiert ab – Schwarzman streicht 400 Millionen Dollar Gehalt ein“ sowie Handelsblatt vom 18.06.2007, „Finanzinvestoren – Schuss vor den Bug“.

<sup>139</sup> Vgl. FAZ vom 19.06.2007, „Beteiligungsmanager rufen nach höheren Steuern – Britische Private-Equity-Gesellschaften kommen Verschärfung zuvor/ Kritik am Steuersatz von nur 10 Prozent/ „Partner zahlen weniger als ihre Putzfrau“.

<sup>140</sup> Vgl. FTD vom 17.08.2007, „London nimmt Private Equity ins Visier – Schatzkanzler erwägt höhere Kapitalertragsteuer“.

Man kann sich allerdings auch darüber streiten, wie lauter derartige (auch branchenintern geführte Kritik gemeint ist: Immerhin könnte dieses, durchaus auch **taktisch** geschickte, „In-Asche-Kleiden“ die Botschaft umfassen, im unmittelbaren Vorfeld weniger renditeträchtiger Zeiten für die Branche „**gut Wetter“ machen** zu wollen. Hedgefonds-Pleiten wie jene von Bear Stearns<sup>141</sup> im Gefolge der Krise des US-amerikanischen Immobilienmarktes, die in Zusammenhang mit den geldpolitischen Grundlagen und der grundsätzlichen strategischen Ausrichtung des (Hedge-)Fondswesens gesehen werden darf<sup>142</sup>, sowie schwieriger werdender Unternehmensaufkäufe wie der von Cerberus bei Chrysler<sup>143</sup> könnten ebenso gut dafür Indizien sein. In **Großbritannien** bekämpften die Finanzinvestoren – das Carried interest als „Bauernopfer“ im Auge?!? – parallel politische Initiativen, mit denen ihr Auftreten (Stichworte: Jobvernichtung, reine Steuersparerei, volkswirtschaftliche Hasardeure angesichts der LBO-Finanzierungen) auch auf der Insel **grundsätzlich kritisch auf die Tagesordnung gesetzt** worden ist<sup>144</sup>. Insbesondere wird ein Kodex für Investoren jetzt auch im Vereinigten Königreich debattiert<sup>145</sup> – weiteres Indiz für ein mögliches **Krokodilstränen-Verhalten**. – Der Vollständigkeit halber: Die Auswirkungen der durch den „Verfall“ des US-Subprimemarktes ausgelösten internationalen Krise im Sommer 2007 und ihre Bedeutung für das Segment Private Equity bzw. Hedgefonds – wie sie etwa von der EZB angesprochen wurde<sup>146</sup>, sind bereits erwähnt worden<sup>147</sup>.

## **6. Die aktuelle Entwicklung zum und im laufenden Gesetzgebungsprozess – Konkrete Ergänzungsvorschläge linker Sozialdemokraten**

---

<sup>141</sup> Vgl. etwa FTD vom 19.07.2007, „Hedge-Fonds-Pleite schockt Märkte“; nach Berliner Zeitung vom 01.08.2007 „US-Immobilienkrise fordert neues Opfer bei Fonds“ haben die Turbulenzen auf dem US-Anleihemarkt ihr erstes Opfer in der „Oberliga der hedge-Fonds“ gefordert. Sowood Capital mit prominenten Investoren wie der Harvard University habe seine Schließung bekannt gegeben, weil der Fonds innerhalb weniger Wochen mehr als die Hälfte seines Vermögens von ursprünglich 3 Mrd. Dollar verloren habe.

<sup>142</sup> Vgl. insofern Berliner Zeitung vom 19.07.2007, „Immobilienkrise lässt Dollar taumeln – Der Euro steigt auf ein Rekordhoch – und Hedgefonds verlieren Milliarden“.

<sup>143</sup> Vgl. Handelsblatt vom 19.07.2007, „Investoren ringen um Kapital – Private-Equity-Firma Cerberus muss für Chrysler tiefer in die Tasche greifen – Banken springen ein“; umfassender zu den ab Frühsommer sich entwickelnden schwierigeren Zeiten für Private Equity Handelsblatt vom 19.07.2007, „Auf der Suche nach neuen Wegen – Die Private-Equity-Branche muss sich auf härtere Zeiten einstellen. Das steigende Risikobewusstsein der Kreditgeber verteuert die Finanzierung der Deals. Renditen geraten unter Druck. Die Rückkehr zur Normalität kommt vor allem den Banken entgegen.“

<sup>144</sup> Vgl. FTD vom 21.06.2007, „Private Equity bietet Kritikern die Stirn – Finanzinvestoren strotzen vor Selbstbewusstsein im britischen Unterhaus – Geschäftspraktiken und Besteuerung umstritten“, ferner FTD vom 22.06.2007, „Heuschrecken – Die Manager von Private-Equity-Fonds genießen in Großbritannien und den USA großzügige Steuerprivilegien. Nun schwappt die deutsche Kritik an der Branche auf die angelsächsischen Märkte über. Die Investoren fürchten um ihre Pfründe“ sowie Handelsblatt vom 15.06.2007, „Streit um Private Equity eskaliert – Chef-Lobbyist der britischen Finanzinvestoren gibt nach heftigen Auseinandersetzungen seinen Posten auf“.

<sup>145</sup> Vgl. FTD vom 18.07.2007, „Britten wollen Kodex für Investoren – Untersuchungsbericht für mehr Transparenz bei Private Equity – Europäischer Branchenverband lobt Regelwerk“; zur diesbezüglichen Initiative des Vize-Gouverneurs der Bank von England vgl. Handelsblatt vom 02.07.2007, „Hedge-Fonds für Selbstkontrolle“.

<sup>146</sup> Vgl. FTD vom 10.08.2007, „EZB glaubt Stabilität durch Private Equity gefährdet – Notenbank zieht Parallelen zum US-Subprimemarkt“.

<sup>147</sup> Siehe oben 2. c.

a. *Die Wunschliste der anderen: Geschenke, die die Private-Equity-Branche nicht bekommen sollte*

Eine dezidierte „**Wunschliste**“ der Branche wurde lange Zeit **nicht ausdrücklich formuliert**. Wieso auch? Es läuft eigentlich alles bestens. Im Zusammenhang mit dem Referentenentwurf des BMF zu einem Wagniskapitalförderungsgesetz am 29.06.2007 hat der Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) jedoch in einer Stellungnahme<sup>148</sup> durchblicken lassen, welche zusätzlichen „Wünsche“ vorstellbar wären – wobei diese schon seit einiger Zeit mehr oder minder bekannt waren<sup>149</sup>. Das **Bundeswirtschaftsministerium** hat – durchaus auf dieser Linie - **weitere Begünstigungen** für die Branche gefordert<sup>150</sup>.

Ganz oben rangiert der Wunsch nach vollständiger steuerlicher Transparenz des Fonds<sup>151</sup>. Mit anderen Worten: Dem REIT-Vorbild entsprechend wird die völlige **Steuerfreiheit** angestrebt, die nur **mit allen möglichen Verwerfungen auf der Ebene internationaler Anlegerbesteuerung** zu haben ist. Dies wäre durch zwei „Maßnahmen“ zu erreichen:

- Für die als GmbH & Co KG verfassten Fonds möge die **vermögensverwaltende Qualifikation kraft Gesetzes festgeschrieben** werden. Die „bekannte“ Folge: Die Gewerbebesteuerung wird ausgeschlossen. Die quasi-unternehmerische Stellung der Fonds bleibt unberührt. Neue Gestaltungsoptionen ergeben sich<sup>152</sup>.
- Und zum Zweiten bliebe, Fonds in der Rechtsform als **Kapitalgesellschaft steuerfrei** zu stellen. Die **Verwerfungen für die Unternehmensteuerlandschaft** wurden bereits angesprochen<sup>153</sup>.

Als **optimal** würde der BVK jedoch eine eigene rechtliche Plattform für Private-Equity-Gesellschaften ansehen, die aus dem – mit Gewerbebesteuerungsfreiheit gesegneten - UBGG zu entwickeln sei und auch im Übrigen sehr liberal gestaltet sein möge<sup>154</sup>. Nur am Rande: Dabei geht der BVK anscheinend davon aus, dass auch auf Wagniskapitalgesellschaften begrenzte (Steuer-) Privilegien mit denen des UBGG zu kombinieren sein sollen<sup>155</sup>. Pate des Optimums

---

<sup>148</sup> Vgl. BVK in einem Brief an den Bundesminister der Finanzen, Peer Steinbrück, und Herrn Min Dir Jörg Asmussen vom 17.07.2007, zu finden über [http://www.bvk-ev.de/media/file/136.20070717\\_Stellungnahme\\_BVK\\_MoRaKG.pdf](http://www.bvk-ev.de/media/file/136.20070717_Stellungnahme_BVK_MoRaKG.pdf) (eingesehen am 06.08.2007).

<sup>149</sup> Der BVK verweist a.a.O. S. 2 auf eine Studie vom 21.03.2006, die andere Forderungen des BVK darstelle. Die dort angebotene Einsichtnahme auf der Web-Site des BVK in die Studie war dem Autor zum Zeitpunkt der Abfassung dieses Papiers jedoch leider nicht mehr möglich (Einsichtnahmeversuch am 06.08.2007), da der Text sich nicht mehr fand, OR.

<sup>150</sup> Vgl. etwa das Interview mit MdB Hartmut Schauerte im Handelsblatt vom 03.05.2007, „Es hakt bei Private Equity“.

<sup>151</sup> Vgl. BVK a.a.O., S 2..

<sup>152</sup> Vgl. oben 2. a. (4.).

<sup>153</sup> Vgl. oben 2. a. (4.); Dabei wird schon jetzt kritisiert, in bestimmten Fällen gebe es effektive Steuerfreiheit der Private-Equity-Fonds in Deutschland; vgl. Managerkreis der Friedrich-Ebert-Stiftung, „Werteorientierte Unternehmensführung und Corporate Governance“, Berlin Mai 2006, S. 7.

<sup>154</sup> Vgl. BVK, a.a.O., S. 2.

<sup>155</sup> Vgl. BVK, a.a.O., S. 3; in einer Passage, die die Aufsicht der Wagniskapitalgesellschaften betrifft, macht der BVK folgende Anmerkung: „Besonders offensichtlich wird die Problematik von zwei

aus Sicht des BVK: Das luxemburgische SICAR-Recht, auf dessen problematische Stellung bereits hingewiesen wurde.

Damit nicht genug:

- Zur fragwürdigen Wunschliste der Branche soll ferner eine **verbesserte steuerliche Verlustverrechnung** für die Investoren gehören<sup>156</sup>. – Gegen diesen Wunsch spricht politisch, dass die Große Koalition etwa mit der Einführung von § 15b EStG (nicht zuletzt auf Anregung der hessischen Landesregierung) derartigen steuergestaltenden Modellen ganz grundsätzlich Einhalt geboten hat.
- Das **Carried Interest** – das Einkommensteuerprivileg für Fondsmanager - möge ausgedehnt werden<sup>157</sup>.
- **Umsatzsteuerlich** sollen Managementleistungen gegenüber dem Fonds steuerfrei gestellt werden, was wohl heißt: den Managern möge der Vorsteuerabzug zugestanden werden, ohne sie mit abzuführender Umsatzsteuer „zu belasten“ (das meint wohl die verklausulierte Forderung nach umsatzsteuerbaren, aber umsatzsteuerfreien Umsätzen<sup>158</sup>). Diese Konstruktion könnte man durchaus unter dem Gesichtspunkt einer indirekten steuerlichen Subvention näher betrachten.

*b. Die Position der Bundesregierung und die Entwicklung zum Entwurf für ein Wagniskapitalbeteiligungsgesetz*

Die **Bundesregierung** schien sich zunächst eher nach Art einer **Aschenputtel-Strategie** zum politischen Aufgabenfeld „Private Equity“ positionieren zu wollen: Die Guten ins Töpfchen, die Schlechten ins Kröpfchen. Oder: Mal wurde das Vorgehen gegen Heuschrecken betont<sup>159</sup>, dann wiederum das Wesen der Beteiligungsfonds gelobt<sup>160</sup>, des weiteren mal auch nur der Streit mehr oder minder offen als solcher ohne Erklärung seines

---

unterschiedlichen Aufsichtszuständigkeiten, wenn in Zukunft – was möglich und sinnvoll ist – Unternehmensbeteiligungsgesellschaften sich gleichzeitig [sic!!!; Einfügung von mir, OR] als Wagniskapitalgesellschaften anerkennen lassen.“

<sup>156</sup> Vgl. BVK a.a.O., S. 2 („Verlustnutzung trotz Übertragung von Beteiligungen bei Unternehmen im Venture Capital Bereich“, dies zielt vor allem auf eine Revision des erst mit der Unternehmensteuerreform verabschiedeten Mantelkauf-Konzepts in § 8c KStG), vgl. ferner Financial Times Deutschland vom 03.11.2006, „Neue Regeln für den Finanzmarkt“; ferner Deutsche Bank Research Nr. 60 („Mehr Pep für Europas Wirtschaft“) vom 24.11.2006, S.10, die dies anscheinend für Venture Capital Investitionen fordern.

<sup>157</sup> Vgl. BVK, a.a.O., S. 3.

<sup>158</sup> Vgl. BVK, a.a.O., S. 2.

<sup>159</sup> Vgl. Der Spiegel Nr. 35/ 2006, „Steinbrück will gegen Heuschrecken vorgehen“ oder Financial Times Deutschland vom 05.10.2006, „Berlin packt Private Equity härter an“, in dem PStS Dr. Barbara Hendricks leicht kritisch zitiert wird.

<sup>160</sup> In diesen Kontext gehört die im Ergebnis positive Bewertung der Bundesregierung in Bundestagsdrucksache 16/ 3415.

Hintergrundes bezeichnet<sup>161</sup>. Schon seit einiger Zeit<sup>162</sup>, besonders aber im deutschen G8-Präsidentschaftsumfeld bemühte sich das BMF – mit wenig Erfolg<sup>163</sup> – darum, mit **internationaler Flankierung** zumindest die **Aktionen von Hedge-Fonds transparenter** zu machen bzw. mit Good-governance-Kriterien diese zumindest selbstbestimmten Regeln „zu unterwerfen“<sup>164</sup>. Speziell für die Hedgefonds soll das BMF die Strategie eines europaweit gültigen Verhaltenskodex verfolgt haben, die jedoch auf ein wenig Hoffnung machendes Echo in der EU zu stoßen scheint<sup>165</sup>. - Aus dem **Bundeswirtschaftsministerium** kamen und kommen **demgegenüber** Stimmen, die sich **vollkommen unkritisch** dafür aussprechen, die Schleusen für einen Private Equity-Einsatz in Deutschland weiter zu öffnen als bisher<sup>166</sup>.

*aa. Das BMF-Eckpunktepapier vom 09.05.2007 – eine dreigleisige Strategie*

Das **Bundesfinanzministerium** hatte sich dann, im Frühjahr 2007, mit **Eckpunkten** präziser positioniert. Vor allem im Umfeld von **Venture Capital** wollte und will man aktiv werden. Dabei sollten auch steuerliche Erleichterungen mitgedacht werden<sup>167</sup>. Jenseits der steuerlichen Fragen habe das BMF eine Reihe von **regulatorischen Änderungen** im Auge<sup>168</sup>. Da ein umfassendes deregulierendes Private-Equity-Begünstigungsgesetz **Steuerausfälle zwischen 15 und 20 Mrd. Euro** auslösen würde<sup>169</sup>, wollte man **steuerliche Erleichterungen** nur für den Bereich der **Wagniskapitalfinanzierung** vorsehen. Dafür sollten maximal **260 Mio. Euro** verwendet werden<sup>170</sup>.

---

<sup>161</sup> Vgl. Handelsblatt vom 14.08.2006, „Private Equity entzweit Regierung“; den Widerspruch spiegelt schon in der Titelgebung Financial Times Deutschland vom 28.08.2006, „Koalition reglementiert Risikokapital - Bundesregierung will Investitionen in Private Equity ab 2008 steuerlich fördern“; ferner Handelsblatt vom 07.11.2006 „Regierung findet keine klare Linie“.

<sup>162</sup> Ausführlicher zu diesen Bemühungen vgl. Kamp/ Krieger, S. 72 ff.

<sup>163</sup> Nach FTD vom 04.05.2007, „EU lässt Hedge-Fonds in Frieden“, würden die 27 EU-Finanzminister vereinbart haben, darauf zu verzichten, Hedge-Fonds zur Entwicklung eines Verhaltenskodex aufzufordern.

<sup>164</sup> Zur diesbezüglichen Transparenz- bzw. Good/Corporate-governance-Debatte in der jüngeren Vergangenheit vgl. etwa FAZ vom 12.12.2006, „Hedge-Fonds rücken ins Rampenlicht“; FTD vom 19.03.2007, „Private Equity-Verband plant zwei Transparenzklassen“; Handelsblatt vom 14.03.2007, „Qualitätstest für Private Equity“; FTD vom 12.03.2007, „Wie im Wilden Westen – Deutschland fordert eine strengere Regulierung von Hedge-Fonds – doch die USA und Großbritannien leisten Widerstand. Das ist ein Fehler, denn die Branche ist anfällig für unseriöse Geschäfte“, ferner FTD vom 15.03.2007, „Selbstregulierung für Hedge-Fonds“.

<sup>165</sup> Vgl. Frankfurter Rundschau vom 05.05.2007, „Steinbrück und Weber für Verhaltenskodex“, ferner FAZ vom 09.05.2007, „Steinbrück dringt auf Kodex für Hedge-Fonds – Kein klares Mandat der EU-Staaten/ Absage an Regulierung“ sowie Handelsblatt vom 09.05.2007, „Bund will Hedge-Fonds regulieren“.

<sup>166</sup> Vgl. das Interview mit dem Mittelstandsbeauftragten Hartmut Schauerte (CDU) im Handelsblatt vom 03.05.2007, „Es hakt bei Private Equity“, der insbesondere deregulieren und Steuererleichterungen im Sinne totaler Steuerfreiheit verschaffen möchte und sich den Vorschlägen aus dem TU-Gutachten anschließt; ähnlich der CDU-Wirtschaftsrat, vgl. Handelsblatt vom 16.04.2007, „Union fordert Private-Equity-Gesetz“.

<sup>167</sup> Vgl. das Interview mit StS Nawrath in der Börsen-Zeitung vom 14.04.2007, „Private-Equity-Gesetz zielt auf mehr Transparenz“.

<sup>168</sup> Wie vorangegangene FN, ferner FTD vom 02.04.2007, „Minister bremst für Private Equity“.

<sup>169</sup> Wie vorangegangene FN; ferner Börsen-Zeitung vom 21.04.2007, „Hohe Ausfälle bei Private-Equity; ferner BMF-Eckpunktepapier, S. 2.

<sup>170</sup> Vgl. BMF-Eckpunktepapier, S. 2 und 5.



Dieser erste Teil einer **dreigleisigen Strategie** sollte und soll ergänzt werden um eine **Novellierung des Unternehmensbeteiligungsgesetzes (UBGG)**, mit dem die **Finanzierung des Mittelstandes** durch Beteiligungskapital „auch in der Zukunft“ gewährleistet<sup>171</sup> werden. Zum Dritten sollen **Maßnahmen zur Begrenzung der mit der Tätigkeit von Finanzinvestoren verbundenen Risiken** vorgesehen sein<sup>172</sup>.

### *(1.) Wagniskapitalbeteiligungsgesetz*

Mit dem **neuen Wagniskapitalbeteiligungsgesetz** wollte das BMF auf das **Marktversagen** reagieren, das es bei den Finanzierungsstrukturen im Bereich Venture Capital diagnostiziert hatte. Wie sehen die Komponenten, die dieses Marktversagen begründet haben sollen, sowie deren politische Einbettung in einem ersten Überblick aber überhaupt aus?

Die **Förderung von Beteiligungskapital für Innovationen und Neugründungen** (Venture Capital) ist nur Teil des weiter gefassten Aggregats Private Equity, das darüber hinaus (u.a.) den Bereich der Buyouts umfasst<sup>173</sup>. Die Venture Capital-Förderung, durchaus im Sinne einer Verbindung mit der übrigen Forschungs- und Entwicklungspolitik (FuE) der Bundesregierung, wurde in Übereinstimmung mit den Erkenntnissen zum 20. Subventionsbericht, vor allem als solche über **direkte Finanzhilfen**, nicht zuletzt unter Einsatz der Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW), als besser herstellbar anerkannt<sup>174</sup>. Ansatzpunkte für eine konzentrierte Venture Capital/ **FuE-Förderung über das Steuerrecht** wurden z.B. von **Frankreich oder Ungarn** erprobt, aber vom BMF noch 2006 aus sicherlich erwägenswerten guten Gründen weniger favorisiert bzw. **abgelehnt**.

Vorläufiges Resümee daher: Die **Bundesregierung** würde also ihre **Venture Capital-Politik** schon **grundsätzlich ändern**, wenn sie den **Private Equity Einsatz** stärker mit steuerlichen Mitteln unterstützen und intensiviert zum Gegenstand der Finanz-, Wirtschafts-, aber auch der Forschungs- und Technologiepolitik machen würde. Gerade deswegen kommt es auf die Zielgenauigkeit der insofern angestrebten Maßnahmen an.

Denn: Von besonderer Bedeutung im weltweiten Standortwettbewerb sind zweifelsohne **Gründungen neuer Unternehmen**. Defizite bei der Finanzierung von Unternehmensgründungen spiegelten sich laut BMF darin wider, dass das Volumen für die sog. Frühphasenfinanzierung durch Wagniskapitalbeteiligungen von 1,6 Mrd. € im Jahr 2000 auf rd. 260 Mio. € im Jahr 2006 zurückgegangen sei. Insbesondere im Bereich

---

<sup>171</sup> Vgl. BMF-Eckpunktepapier, S. 2.

<sup>172</sup> Vgl. BMF-Eckpunktepapier, S. 2.

<sup>173</sup> Vgl. Deutsche Bank Research Nr. 60 vom 24.11.2006, S. 2.

<sup>174</sup> Diese Vorzugswürdigkeit für die Förderung von FuE-Investitionen in Deutschland hat erst kürzlich Frau PStS Dr. Hendricks gegenüber dem Autor (OR) in einem Schreiben vom 15.05.2006 (IV B 2 – S 2130 – 3/06), ausdrücklich im Vergleich zu steuerlichen Subventionen, hervorgehoben.

der **Spitzen- und hochwertigen Technologie** habe **Deutschland Nachholbedarf**. Der jüngste Bericht zur technologischen Leistungsfähigkeit Deutschlands weise auf den kontinuierlichen Rückgang der Gründungen in der forschungsintensiven Industrie von 1,4 % der gegründeten Unternehmen im Jahr 1995 auf lediglich 0,9 % im Jahr 2004 hin<sup>175</sup>. Das breite gesellschaftliche Interesse an ihnen erklärt aber auch, warum dieses **Feld nicht allein Private Equity überlassen** werden kann. Wenn das BMF aufgrund eines diagnostizierten Marktversagens in diesem Bereich daher mit einem **neuen Wagniskapitalbeteiligungsgesetz** reagieren will, dann kann das eigentlich nur eine Komponente sein. Nochmals muss man sich klarmachen, dass die allein mit totaler Steuerfreiheit motivierte Stützung technologieorientierter Unternehmensgründungen auch ein bemerkenswertes **Armutszeugnis für die Risikobereitschaft deutscher Unternehmen** und ihrer Finanziers wäre.

Damit zur nach den BMF-Eckpunkten angedeuteten **Ausgestaltung des Wagniskapitalbeteiligungsgesetzes**<sup>176</sup>: Zur **Eingrenzung** sollten nur bestimmte **Geschäftstätigkeiten** gefördert werden. In Abweichung zum UBGG sollen jedoch Beteiligungen **bis zu 90 Prozent möglich** sein. Bemerkenswert ist, dass eine **Höchsthaltedauer** vorgeschrieben werden soll: eine Wagniskapitalgesellschaft sollte die Anteile an einer Zielgesellschaft maximal 15 Jahre halten dürfen; sollte ein Börsengang vor dem Ablauf dieser Frist erfolgen maximal 3 Jahre nach der Börsennotierung. Zum Zeitpunkt der Investition sollte eine Zielgesellschaft maximal 7 Jahre alt sein. Ihr Eigenkapital sollte bei Anteilserwerb maximal 500.000 Euro betragen<sup>177</sup>. Diese begriffliche Eingrenzung ist vor allem im Kontext mit der beachtlichen steuerlichen Förderung nachzuvollziehen. **Steuerlich** sollten Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaften **REITs-ähnlich** ausgestaltet werden. Sie sollen steuerlich transparent gestaltet, d.h. wie UBGs von der **Gewerbesteuer befreit** und von der Körperschaftsteuer im Rahmen des § 8b KStG so gut wie steuerfreigestellt werden<sup>178</sup>. Manager von Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaften sollen in etwa das jetzige steuerliche Privileg des sog. **Carried interest** erhalten<sup>179</sup>. Die schleichende gesetzlich garantierte Ausdehnung der REITs-Steuerprivilegien darf getrost **deutliches Magengrummeln** verursachen. **Abweichend** von der gerade mit der **Unternehmensteuerreform 2008** beschlossenen **Mantelkaufregelung** sollte und soll es auch noch eine Ausnahmeregelung im Rahmen der Wagniskapitalförderung geben: Verluste sollen unter bestimmten Voraussetzungen demnach nicht verloren gehen, sondern vollständig, wenn auch über fünf Jahre gestreckt und begrenzt auf die Höhe der stillen Reserven, steuerlich berücksichtigt werden können. Letzteres muss den politischen Verdacht mehr als bestärken, dass es hier um einen zusätzlichen (von der CDU/ CSU nachträglich

---

<sup>175</sup> Zur Legitimierung der Richtungänderung näher wie hier BMF-Eckpunkte, S. 3 f.

<sup>176</sup> Näher BMF-Eckpunktepapier, S. 5f.

<sup>177</sup> Vgl. Eckpunktepapier, S. 5.

<sup>178</sup> Vgl. BMF-Eckpunktepapier S. 6.

<sup>179</sup> Vgl. BMF-Eckpunktepapier, S. 6.

durchgesetzten) Ausfall durch die Unternehmensteuerreform 2008 geht, weil eine Relativierung der Mantelkaufregelung den Löwenanteil der Wagniskapitalförderung ausmacht und den **Steuereinnahmenverlust aus der Unternehmensteuerreform 2008 um die vom BMF in den Eckpunkten angegebenen 260 Mio. Euro erhöht.**

### *(2.) UBGG-Novelle*

Bei der nach dem BMF-Eckpunktepapier weiterhin vorgesehenen Novellierung des UBGG darf prinzipiell nachdenklich stimmen, dass das BMF das **UBGG** als (den?) **Regelungsrahmen für Buyout-Transaktionen** begreifen möchte<sup>180</sup>. Da das UBGG mit der Gewerbesteuerfreiheit (§ 3 Nr. 23 GewStG) beachtliche steuerliche Vorteile mit sich bringt, kommt es bei einem derartigen Grundverständnis auf die „Beschränkung“ bzw. Definition des Geschäftsfeldes der UBG an. Nach den Eckpunkten<sup>181</sup> sollten u.a. mit der Novellierung insbesondere **Entwicklungen bei eigenkapitalähnlichen Finanzierungsformen** berücksichtigt werden und **rechtsformabhängige Beschränkungen** für die Kapitalanlage **entfallen**. Künftig sollten und sollen auch Beteiligungen an Offenen Handelsgesellschaften, Gesellschaften des bürgerlichen Rechts sowie an Gesellschaften vergleichbarer ausländischer Rechtsformen zulässig sein. Die geplanten Maßnahmen sollen u.a. vorsehen, dass integrierte Unternehmensbeteiligungsgesellschaften die Möglichkeit erhalten, sich an Unternehmen in der Rechtsform der GmbH & Co. KG zu beteiligen. Mit diesen sehr abstrakt beschriebenen, aber **sehr weite Öffnungen** ermöglichenden Eckpunkten setzte sich das BMF bzw. die Bundesregierung je nach konkreter Ausgestaltung all jenen **Bedenken** aus, die für die diesbezüglichen Wünsche aus der „Wunschliste der anderen“ angemerkt wurden<sup>182</sup>. Es darf zudem mehr als bezweifelt werden, ob die ganz grundsätzliche Nachfolgeproblematik in der deutschen Unternehmerlandschaft mit dem Junktim der dort zu erhaltenden Arbeitsplätze (!!!) allein und undifferenziert mit einem novellierten UBGG beantwortet werden kann. Ohnehin war und ist es überprüfungswürdig, dass mit der UBGG-Novelle (als Reformkomponente im Private-Equity-Geflecht) ein zusätzlicher Impuls für die Branche gegeben werden sollte. Dessen Notwendigkeit dürfte in Frage stehen: Denn schon jetzt gehen **über 70 Prozent aller Private Equity Investitionen in Deutschland in Buyouts**.

### *(3.) Maßnahmen zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken*

**Den wesentlichsten Baustein** des Eckpunktepapiers stellen die ganz grundsätzlichen **Bemühungen des BMF** dar, die mit Finanzinvestitionen verbundenen **Risiken reduzieren zu wollen**. Das BMF stellt in diesem Zusammenhang selbst mit

---

<sup>180</sup> Vgl. BMF-Eckpunktepapier, S. 8.

<sup>181</sup> Vgl. BMF-Eckpunktepapier, S. 8.

<sup>182</sup> Vgl. oben 6. a.

bemerkenswerter Klarheit fest: „**Risiken für die Stabilität des Finanzsystems** können sich bspw. ergeben, wenn Beteiligungskapitalgesellschaften Unternehmensübernahmen mit hohem Fremdkapitaleinsatz [zu] finanzieren. Bei diesen sog. **Leveraged Buy Outs (LBOs)** kaufen Finanzinvestoren Unternehmen mit Fremdkapitalanteilen, die in einigen Fällen bis zu 80% ausmachen können. Nach Untersuchungen der Deutschen Bundesbank reichen die Fremdkapital gebenden Banken die Risiken zwar umfänglich an den Kapitalmarkt weiter, halten sie jedoch bis zu einer Verbriefung in ihren Büchern. Vor diesem Hintergrund sind verlässliche Risikomanagementsysteme der Banken für die Sicherstellung der Stabilität des Finanzsystems wichtig. Die Entwicklungen im LBO-Bereich bedürfen weiterhin einer intensiven Beobachtung durch die Aufsichtsinstanzen.“<sup>183</sup> Diese Feststellung kann nach der IKB-Krise sicherlich nur unterstrichen werden.

Vor diesem Hintergrund zielte das BMF auf **transparenzerhöhende Maßnahmen**, lehnte jedoch Instrumente ab, die bei den Finanzinvestoren selber ansetzen und deren Handlungsmöglichkeiten einschränken<sup>184</sup>. Während das eine auf einen ersten kursorischen Blick zu begrüßen ist, ist das andere zumindest mit einer Frage zu versehen: Wie will man ungerechtfertigte Konkurrenzvorteile von Private Equity auf dem Kapitalmarkt, etwa mit Blick auf Basel II, in den Griff kriegen, wenn man notfalls nicht bei den Finanzinvestoren selbst ansetzt?

Zu den vom BMF in den Eckpunkten genannten Maßnahmen sollten Regelungen gehören zu den Aspekten

- „Acting in concert“
- Transparenz über Leerverkaufs- und Wertpapierleihpositionen
- Aussagefähigere wertpapierhandelsrechtliche Meldungen
- Bessere Information über Inhaber wesentlicher Beteiligungen
- Anreize zur Offenlegung der Identität der Inhaber von Namensaktien
- Einführung der Möglichkeit zur Zahlung eines „Präsenzbonus“
- Konkretisierung der Mitbestimmungs- und Informationsrechte der Belegschaften sowie
- Intensive Beobachtung von Risiken durch BAFin und Deutsche Bundesbank<sup>185</sup>.

---

<sup>183</sup> BMF-Eckpunktepapier, S. 9.

<sup>184</sup> Vgl. BMF-Eckpunktepapier, S. 10.

*bb. Referenten- und Kabinettsentwurf zum Wagniskapitalbeteiligungsgesetz nebst Eckpunkten für ein Regulierungsgesetz (als Paket mit der UBGG-Novelle ist der Name: Entwurf eines Gesetzes zur Modernisierung der Rahmenbedingungen für Kapitalbeteiligungen, MoRaKG)*

(1.) Mit dem Ende Juni 2007 vom BMF in die ersten Abstimmungen geschickten

**Referentenentwurf**<sup>186</sup> zum Gesetz zur Modernisierung der Rahmenbedingungen für Kapitalbeteiligungen (MoRaKG), der im Kern das Wagniskapitalbeteiligungsgesetz (WKBG) nebst UBGG-Novellierung plus einzelne, aber durchaus brisante steuerliche Änderungsvorschriften enthält, wurden die Eckpunkte teilweise konkretisiert und – nach intensiven Interventionen von CDU/ CSU<sup>187</sup> – korrigiert. **Kostenpunkt** jetzt: **465 statt 260 Mio. Euro**. Da jedoch die Größen für die Zielgesellschaften, in die hinein begünstigt investiert werden kann, erheblich verändert wurden, darf man allerdings durchaus daran **zweifeln**, ob es bei Steuerausfällen in Höhe von 465 Mio. Euro bleibt<sup>188</sup>: So wurde u.a. das zulässige maximale **Unternehmensalter auf 10 Jahre hochgesetzt** und das zulässige **Eigenkapital** der Zielgesellschaft vor Investment **auf 20 Mio. Euro vervierzigt**. Konzeptionell sollte und soll die Gewerbesteuerfreiheit im Rahmen der gegenwärtig nur durch BMF-Schreiben fixierten Qualifizierung für Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaften gesetzlich festgeschrieben werden (§ 19 RefE-MoRaKG)<sup>189</sup>. Die im Rahmen der Unternehmensteuerreform 2008 gerade erst eingeführte Verlustabzugsbeschränkung nach § 8c KStG bei sog. Mantelkäufen sollte für Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaften relativiert werden (Verluste könnten dann zeitlich gestreckt doch genutzt werden). Dabei sollte nicht definitiv verhindert werden, dass die mit der Anerkennung als Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaft verbundenen Vorteile **innerhalb von Konzernstrukturen genutzt** werden können: Insoweit sollte es im Referentenentwurf ein **Zeitfenster von fünf Jahren**<sup>190</sup> geben, dass die steuerbegünstigte Ausgliederung von Forschungsabteilungen motivieren könnte.

Das **Carried interest** sollte nach dem Referentenentwurf in leicht reduzierter Form – Steuerprivileg nur noch in Höhe von 40 statt 50 Prozent – **beibehalten** werden. (Nicht nur) Für sog. business angels, grob gesprochen: beratende Teilhaber an

---

<sup>185</sup> Allesamt näher BMF-Eckpunkt Papier, S. 10 ff.

<sup>186</sup> vom 29.06.2007, zu finden über

[http://www.bundesfinanzministerium.de/cln\\_01/lang\\_de/nn\\_214/DE/Aktuelles/Aktuelle\\_Gesetze/Referentenentwuerfe/007\\_a\\_templateld=raw.property=publicationFile.pdf](http://www.bundesfinanzministerium.de/cln_01/lang_de/nn_214/DE/Aktuelles/Aktuelle_Gesetze/Referentenentwuerfe/007_a_templateld=raw.property=publicationFile.pdf) (eingesehen am 08.08.2007).

<sup>187</sup> Vgl. Handelsblatt vom 25.06.2007, „Koalition legt bei Private Equity nach“.

<sup>188</sup> Einen Überblick über die wesentlichen Inhalte des MoRaKG-Referentenentwurfes ist in einem BMF-Infopapier zum Referentenentwurf zu finden über

[http://www.bundesfinanzministerium.de/cln\\_04/nn\\_3790/DE/Aktuelles/Aktuelle\\_Gesetze/Referententwuerfe/007\\_b\\_templateld=raw.property=publicationFile.pdf](http://www.bundesfinanzministerium.de/cln_04/nn_3790/DE/Aktuelles/Aktuelle_Gesetze/Referententwuerfe/007_b_templateld=raw.property=publicationFile.pdf) (eingesehen am 08.08.2007).

<sup>189</sup> Vgl. BMF-Infopapier, a.a.O. S. 1f.

<sup>190</sup> Vgl. § 10 des Referentenentwurfes sowie die Erläuterungen dazu in der Begründung zum Referentenentwurf, a.a.O., S. 27.

Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaften, - soll ein **einkommensteuerlicher Freibetrag auf 20.000 Euro** (statt 9.060 Euro) **anhoben** werden (§ 17 EStG). Der Zugang zu Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaften soll dadurch begrenzt werden, dass nur Investoren mit einer Mindesteinlage von 50.000 Euro zum Zug kommen sollen.

(2.) Mit dem **Regierungsentwurf** (Kabinettsentwurf) **vom 15.08.2007** wurden die Inhalte des BMF-Referentenentwurfes im Wesentlichen bestätigt.

Die **Nutzung der damit verbundenen**, insbesondere steuerlichen, **Vorteile** soll nun **zusätzlich dadurch eingengt** werden, dass – mehr oder minder – bestehende Konzernteile oder Unternehmen nicht Zielgesellschaft werden können sollen (§ 2 Abs. 3 Nr. 5 und 6 des WKBG-Entwurfes). Ob damit definitiv ausgeschlossen ist, dass Konzerne die Vorteile nutzen, muss allerdings noch einer genaueren **Prüfung** unterworfen werden, weil die o.g. Fünfjahresfrist in § 10 Abs. 1 WKBG-Entwurf, die zu der vorgenannten Verengung in einem merkwürdigen Widerspruch stehen könnte, erhalten geblieben ist.

Zur „**Eingrenzung der Ausfälle für den Haushalt**“ (oder besser: um die Prognose aus dem Referentenentwurf **wahrscheinlicher zu machen**, dass es **bei 465 Mio. Euro Steuerausfällen bleiben** kann) weist der Regierungsentwurf gegenüber dem Referentenentwurf zwei weitere Änderungen auf: Einerseits wurden weitere steuerbefreiungsschädliche Aktivitäten der Wagniskapitalgesellschaft aufgenommen<sup>191</sup>, andererseits wird Aushebelung des Mantelkaufprivilegs für von Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaften gekaufte Zielgesellschaften für den Fall begrenzt, dass der Verkauf der Zielgesellschaft mehr als 100 Mio. Euro einbringt. Oder mit anderen Worten: In dem Fall soll es wohl bei dem mit der Unternehmensteuerreform beschlossenen Untergang von steuerlich interessanten Verlusten bleiben<sup>192</sup>.

Ergänzend zum Referentenentwurf enthält der Regierungsentwurf schließlich einen Hinweis auf eine notwendige Notifizierung des Gesetzentwurfes bei der EU: Anscheinend riechen die Regelungen der Regierung jetzt doch zu stark nach einer „**Subvention**“.

(3.) Parallel verabschiedete das Kabinett die schon mit den BMF-Eckpunkten angekündigten **Eckpunkte für ein Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken**. **Zwei Aspekte** aus den BMF-Eckpunkten sind dabei **entfallen**, nämlich

---

<sup>191</sup> D.h. Tätigkeiten, die zum Verlust der Vorteile nach dem WKBG führen würden, vgl. § 19 WKBG-(Regierungs-) Entwurf.

<sup>192</sup> Vgl. insofern die Entwürfe für §§ 8c und 34 Körperschaftsteuergesetz in Artikel 4 des MoRaKG-(Regierungs-)Entwurfes sowie für § 36 GewStG in Artikel 5 des MoRaKG-(Regierungs-)Entwurfes.

- Regelungsabsichten zu einer zu verbessernden Transparenz über Leerverkaufs- und Wertpapierleihpositionen, insbesondere bei Hedge-Fonds sowie
- die Einführung der Möglichkeit zur Zahlung eines „Präsenzbonus“.

Während die letztgenannte – wohlgernekt ja derzeit auch nur in Aussicht gestellte - Maßnahme noch durch eine andere teilkompensiert werden soll, nämlich

- durch die Verschärfung der Rechtsfolgen bei Verletzung von gesetzlichen Mitteilungspflichten, welche die Bundesregierung in einem Regulierungsgesetz anstreben will,

fällt die Regulierungsabsicht zu den sog. **Leerverkäufen** anscheinend **völlig weg**. Kurz und gut: „**Glück**“ für die **Hedge-Fonds**. **Aufgenommen** wurde in den Regelungsabsichtskatalog „dafür“ die Prüfabsicht der Bundesregierung, eine **verbesserte Transparenz bei Verkäufen von Kreditforderungen**. Damit reagiert die Bundesregierung m.E. allerdings weniger auf die im Sommer 2007 tobende „US-Subprimekrise“<sup>193</sup> als auf eine doch etwas andere Debatte, nämlich den durchaus Handlungsbedarf anmutenden Handel mit Krediten<sup>194</sup>, insbesondere Immobilienkrediten, durch Großinvestoren. Kurz und gut: Keine unwichtige Sache, aber nicht gerade zentral die Probleme mit Private Equity und Hedgefonds betreffend.

(4.) Schon der MoRaKG-Referentenentwurf wurde in der Presse **unterschiedlich bewertet**<sup>195</sup>: Während die Branche „zähneknirschend“ (weil aus den großen Steuergeschenken nichts geworden ist<sup>196</sup>) optimistisch reagierte<sup>197</sup> - was schon in

<sup>193</sup> Vgl. oben 2.c. im Kontext der IKB-Vorgänge angesprochen.

<sup>194</sup> Also um Defizite, die sich aus der zivilrechtlich so gut wie unbeschränkt zulässigen Abtretbarkeit von Forderungen ergibt, vgl. dazu beispielhaft Der Spiegel Nr. 41/ 2006, S. 110ff., „Finanzmarkt – Schulden auf Reisen - Großinvestoren kaufen deutsche Kredite und parken sie in Steuerparadiesen. Die Profite fließen dann am hiesigen Fiskus vorbei. Bei dem Geschäft hilft auch die Deutsche Bank kräftig mit.“

<sup>195</sup> Vgl. taz vom 26.06.2007, „Koalition subventioniert Private Equity“, Frankfurter Rundschau vom 26.06.2007, „Politik stützt Private Equity“; FAZ vom 26.06.2007, „Steuervorteile für Beteiligungsfonds – Koalition legt Streit über Private-Equity-Gesetz bei“; Börsen-Zeitung vom 22.06.2007, „SPD bremst Private Equity“ (Kommentierung im unmittelbaren Vorfeld des Referentwurfes) nebst Kommentar von Klaus Bräunig (Sprecher der Hauptgeschäftsführung des BDI) a.a.O., „Regierungspläne für Private Equity zu defensiv“; Süddeutsche Zeitung vom 25.06.2007, „Geld von Steinbrück“ bzw. „Private-Equity-Gesetz kostet 500 Millionen“ sowie Handelsblatt vom 02.07.2007, „Anschub für Wagniskapital“.

<sup>196</sup> In dieser Hinsicht wird der klare Rekurs des BVK in seiner Stellungnahme zum MoRaKG-Referentenentwurf, a.a.O., S. 2 verstanden; vgl. in diesem Sinne auch Handelsblatt vom 09.07.2007, „Streit über Gesetz für Private Equity – Deutsche Beteiligungsbranche fühlt sich vom Finanzministerium im Stich gelassen“. Insofern wird der BVK übrigens vom wissenschaftlichen Beirat beim Bundeswirtschaftsministerium sekundiert, vgl. FAZ vom 19.07.2007, „Wissenschaft kritisiert Wagniskapitalgesetz“ bzw. Börsen-Zeitung vom 19.07.2007, „Glos-Beirat kritisiert Private-Equity-Gesetz“.

<sup>197</sup> Optimistisch, weil die nun gesetzlich verbrieftete Steuerfreiheit bei vermögensverwaltenden Private-Equity-Fonds für das Segment der Wagniskapitalgesellschaften nun vom BMF in eine Realisierungsperspektive gestellt wurde, vgl. in diesem Sinne auch FTD vom 28.06.2007, „Private Equity erkämpft Steuervorteil“.

der langfristigen Perspektive aufhorchen lassen muss, - waren die **Hinweise des DGB auf die Gefahren** des Gesetzentwurfes deutlich. Mit Blick auf die Wagniskapitalförderung, oder besser: die Förderung von Private Equity merkte der DGB zum Referentenentwurf an<sup>198</sup>:

- a. Die **Zielgruppe** sei deutlich **zu weit gefasst**. Das zulässige Eigenkapital der Zielgesellschaften sei mit 20 Mio. Euro so breit gedehnt worden, dass die Förderung weit über den Kreis der kleinen und mittleren Unternehmen hinausgehe. Im Übrigen **fehle** es an einer qualifizierenden **überprüfbaren Kategorisierung** wie der über den Unternehmenszweck der Zielgesellschaft als „technologieintensiv“ oder „innovativ“.
- b. Ferner bestehe die **Besorgnis**, das **nicht akzeptable Mitnahmetatbestände**<sup>199</sup> und Gestaltungen eröffnet würden. Dem Referentenentwurf folgend könnten beliebig große Unternehmen ihre gewerblichen Einkünfte in begünstigte Beteiligungseinkünfte umqualifizieren.
- c. Nicht gerechtfertigt sei das sog. **carried interest**, wobei nicht nachvollziehbar sei, weswegen 40% der Supergewinne steuerfrei sein sollten.

Im Hinblick auf das angekündigte **Risikobegrenzungs-gesetz** sei die **Entkopplung** von der Förderung mit dem Entwurf zum Wagniskapitalbeteiligungsgesetz aus gewerkschaftlicher Sicht **„inakzeptabel“**. **Wesentliche Vorgaben** des Risikobegrenzungs-gesetzes **sollten sein**:

- gesetzlich verankerte **Informations- und Beratungsrechte des Betriebsrats**, wenn mehr als 30 Prozent der Anteile von einem neuen Eigentümer übernommen würden,
- eine **gesetzliche Begrenzung des „leveraged buy out“** durch eine Mindesteigenkapitalquote von 30 Prozent für die ersten fünf bis sieben Jahre nach einer Unternehmensübernahme,
- das **Verbot von Sonderausschüttungen** sowie
- ein **verbindlicher Verhaltenskodex** für alle Arten von Beteiligungsfonds.

---

<sup>198</sup> Vgl. Stellungnahme des Deutschen Gewerkschaftsbundes (DGB) zum Referentenentwurf „Gesetz zur Modernisierung der Rahmenbedingungen für Kapitalbeteiligungen (MoRaKG), Berlin, 19. Juli 2007, in: Wipo-Schnelldienst Nr. 9/ 2007 zu finden über [http://www.dgb.de/themen/themen\\_a\\_z/abiszdb/abisz\\_search?kwd=Steuerpolitik&showsingle=1](http://www.dgb.de/themen/themen_a_z/abiszdb/abisz_search?kwd=Steuerpolitik&showsingle=1) (eingesehen am 16.08.2007).

<sup>199</sup> Dazu auch das Gutachten von Jarass/ Obermaier, vgl.. L. Jarass/ G.M.- Obermaier: Steuerliche Aspekte der Aktivitäten von Private Equity und Hedge Fonds – Gutachten im Auftrag der Hans-Böckler-Stiftung, Juli 2007, zu finden über [http://www.boeckler.de/pdf/mbf\\_gutachten\\_jarass\\_2007.pdf](http://www.boeckler.de/pdf/mbf_gutachten_jarass_2007.pdf) (eingesehen am 14.08.2007), so dargestellt bei FTD vom 27.07.2007, „Gutachten kritisiert Wagniskapitalgesetz - Gewerkschaftsnahe Stiftung sieht Missbrauchsmöglichkeiten – Besteuerung der übrigen Beteiligungsfonds gefordert“.



Vor diesem Hintergrund ein **erster Bewertungsversuch des Regierungsentwurfs** vom 15.08.2007<sup>200</sup>:

Zunächst: Die dreigliedrige Strategie des **BMF** aus seinem **Eckpunktepapier im Mai 2007** war sicherlich nicht vollständig, hatte wohl auch nicht diesen Anspruch, besaß aber bei aller Kritik auch **wertvolle Anknüpfungspunkte**. Denn es darf nicht vergessen werden, dass sich das **BMF** auf dem **schmalen Grad eines notwendigen Koalitionskompromisses** bewegen musste und muss, zumal der **Koalitionspartner in Verbündung mit dem BMWi zum Halali auf das BMF** blies und bläst<sup>201</sup>. Dabei konnte erfreulicherweise die vollkommen ungehemmte Ausdehnung von Privilegien für die Private-Equity-Branche abgewehrt werden<sup>202</sup>. Aber die **CDU** wird sehen müssen, wo sie mit dem **uneingeschränkten Jubel für „Heuschrecken“** politisch landen wird. Allerdings hat das **BMF** – bedauerlicherweise – schon mit dem Referentenentwurf und fortgesetzt mit dem Regierungsentwurf den **Pfad eines zielgenauen Gesetzentwurfes verlassen**.

Nicht zuletzt vor dem Hintergrund der durch den US-Subprimemarkt ausgelösten, als krisenartig beschriebenen Entwicklungen auf dem Finanzmarkt darf man getrost **fragen**, ob dieser **Gesetzentwurf in seiner isolierten Form in die politische Landschaft passt**. Die **Zusammenbindung mit einem Risikobegrenzungsgesetz**, für das das Bundeskabinett jetzt immerhin einen **ersten erfreulichen Baustein** in Eckpunkteform geliefert hat, von dem man als Sozialdemokrat aber durchaus **noch mehr erwarten darf** (etwa und nicht nur die Wiederaufnahme der Begrenzung der Leerverkäufe, wie sie noch im Mai angekündigt waren), scheint wie der **DGB zu recht feststellt, mehr als angeraten**. Es könnte mehr als sinnvoll sein, notfalls auf eine explizite ergänzende **Gesetzesinitiative der Bundesregierung** zum Risikobegrenzungsgesetz **zu warten**.

Der DGB weist ferner zu recht darauf hin, dass die gewählten **Größenordnungen für die Zielgesellschaften problematisch** sein könnten: So hat sich – neben der markanten Verschiebung anderer Kriterien - die zulässige Größe des Eigenkapitals einer Zielgesellschaft von 500.000 Euro auf 20 Mio. Euro vervierzigfacht. Die gewählten Größenordnungen erscheinen dadurch noch problematischer, als ausländische Investoren nach Presseberichten ohnehin in den Startlöchern stehen, um die deutsche „Wagniskapitalücke zu schließen“<sup>203</sup>. Dass in diesem Zusammenhang die **gutachterlich**

---

<sup>200</sup> Vgl. dazu auch die Pressemitteilung des Autors vom 15.08.2007 auf [www.ortwin-runde.de](http://www.ortwin-runde.de)

<sup>201</sup> Vgl. FTD vom 15.05.2007, „CDU attackiert Private Equity – Union fordert von Steinbrück Nachbesserung“.

<sup>202</sup> Mit einer zutreffenden politischen und fachlichen Bewertung insoweit MdB Nina Hauer (SPD), Ansichtssache: Private Equity muss sich ohne Förderung beweisen, in: Börsen-Zeitung vom 06.07.2007.

<sup>203</sup> Vgl. FAZ vom 06.07.2007, „Amerikaner füllen deutsche Wagniskapitalücke – Elite-Fonds strömen nach Europa und kaufen Jungunternehmen/ Heimische Investoren ziehen ausländische Fonds vor“ – Der Bericht stärkt die **Vermutung, dass die internationalen Steuergestaltungsmöglichkeiten, die jetzt mit dem MoRaKG-Entwurf sogar noch ausgebaut werden dürften, zu den entscheidenden Triebkräften eines Wagniskapitalinvestments gehören dürften**. Das wiederum erhöht angesichts

**unterlegte Sorge des DGB vor Gestaltungsmissbräuchen<sup>204</sup> ernst genommen** wird, sollte für das anstehende Gesetzgebungsverfahren eine **sozialdemokratische Selbstverständlichkeit** sein, auch wenn das BMF mit den o.g. kleineren Anpassungen bei den Entwürfen zu § 19 des WKBG und Artikel 4 und 5 des MoRaGK nicht unbeachtliche Änderungen zu diesem Problemfeld eingefügt haben dürfte. Deren Tragfähigkeit ist im Gesetzgebungsverfahren – nicht zuletzt wegen des angesprochenen Widerspruchspotentials zu anderen Regelungen im Gesetzentwurf und der möglicherweise enormen haushalterischen Auswirkungen – zu **hinterfragen**.

Einem Belastungstest muss insbesondere der Hinweis aus dem BVK unterzogen werden, inwieweit durch eine **kombinierte Anwendung des Regularium aus dem WKBG und dem UBGG** dazu führen kann, dass **jetzt innovativ entwickelte Unternehmen letzten Endes durch Gestaltung in eine permanente Unternehmensteuerfreiheit** entlassen werden. Hier liegt möglicherweise ein wirklich **großes Problem des Gesetzentwurfes**, das **gründlich zu prüfen** bleibt, erst recht, weil das **UBGG** grundsätzlich für Investitionen in die Rechtsform der **GmbH & Co KG geöffnet** werden soll und damit der **Löwenanteil des deutschen Mittelstandes zum Gegenstand der Debatte** wird.

Dass man das **Carried Interest**, also das Einkommensteuerprivileg für Finanzmarktmanager, im Regierungsentwurf **nur geringfügig verändert** hat (wie schon im Referentenentwurf), ist darüber hinaus eine **Enttäuschung**.

*c. Ideen für sozialdemokratische Gestaltungsperspektiven und Forderungen von links*

Nicht zuletzt weil die Auseinandersetzung mit der Finanzmarktentwicklung **eine longtime-Aufgabe der Sozialdemokratie** sein und bleiben dürfte und jeder **Gesetzesfortschritt in der Großen Koalition nur einen mühsamen Kompromiss** mit der Union darstellen dürfte, die ganz andere Interessen verfolgt, bleibt auf die **weiteren Ideen/ Möglichkeiten für sozialdemokratische Gestaltungsperspektiven und Forderungen von links** einzugehen. Ausgehend von den o.g. **Eckpunkten<sup>205</sup>** für eine weitere politische, **intelligente, gegen Geldgier gerichtete** Positionsbestimmung linker Sozialdemokraten, namentlich

- **Primat der Demokratie:** Regulierung der Finanzinvestoren als **staatliche Aufgabe**, die so weit wie möglich international harmonisiert erfolgen sollte;

---

der politischen Zielsetzung, Subventionen zurückschneiden zu wollen, die Fragwürdigkeit des MoRaGK hinsichtlich der o.g. Aspekte.

<sup>204</sup> Zu den allein auf der Grundlage des WKBG sich möglicherweise perpetuierenden Gestaltungsmöglichkeiten vgl. Jarass-Obermaier-Gutachten, a.a.O., S. 80 f.

<sup>205</sup> Siehe auch oben 4. f.

- **Aktive Gesellschaftspolitik statt Wunschliste: Gemeinwohlorientierte Lösung** statt Brancheninteressenpflege, Einbeziehung industriepolitischer Interessen, Interessen des Finanzplatzes lediglich als *eine* Oberfläche von vielen. Anreize für Finanzinvestoren gesellschafts- und steuerrechtlich so setzen, dass allein renditegetriebener Arbeitsplatzabbau ausgeschlossen wird. In diesem Sinne auch: mehr Mitbestimmung in den betroffenen Unternehmen;
- **Widerspruchsfreie Kapitalmarktordnung durchsetzen: Stabilisierung des Finanzmarktes** auch auf Private-Equity und Hedgefonds ausdehnen, dabei Inpflichtnahme der Banken; Hedgefonds auf den eigentlichen Zweck zurückführen;
- **„Echtes“ Unternehmertum geht vor:** Finanzinvestoren steuerlich und gesellschaftsrechtlich im Endeffekt nicht besser stellen als Unternehmer; keine Verwässerung, sondern **Stärkung der Grundgedanken der Unternehmensteuerreform,**

die vor dem Hintergrund der aktuellen Finanzmarktentwicklung (Sommer 2007) stärker als bislang auch in einer umfassenderen Perspektive auf das erweiterte Finanzmarkt-, insbesondere Bankenwesen sowie die dazugehörige Aufsicht zu beobachten und zu bewerten sein dürften, lassen sich **mindestens ergänzende** Komponenten entwickeln. Dabei muss die **für die Sozialdemokratie** im Rahmen von Private Equity **entscheidende Schlüsselfrage** zufrieden stellend beantwortet werden: **Was ist politisch aktuell zu tun, damit jedenfalls allein durch Renditesteigerung motivierte verschuldungsfinanzierte Übernahmen mit Arbeitsplatzverlagerungen oder –vernichtungen effektiv verhindert werden können?** Mit Blick auf die „Langzeit-Aufgabe“ eines europäischen Sozialmodells sind für die SPD natürlich viel umfassendere Überlegungen anzustellen.

Da wir es bei den **Renditesteigerungen** von Private Equity aktuell **im Wesentlichen mit erheblicher Lückenausnutzung** zu tun haben, die zulasten anderer volkswirtschaftlicher Akteure läuft, sind in einem ersten strategischen Schritt vor allem die **Lückenschließungen** vorzunehmen.

(1.) Konkret mit Blick auf die **anstehende Gesetzgebungsaufgabe ab Sommer 2007**

(MoRaKG plus Regulierungsgesetz, deren **gleichzeitige Verabschiedung** durchaus als **politisches Junktim** von seiten der SPD gedacht werden sollte) gibt es **verschiedene zusätzliche Ansatzpunkte**. Auf die **o.g. Kritikpunkte** und **Prüfnotwendigkeiten** (Gestaltungsgefahren durch Kombinationseffekte von UBGG und WKBG, Rechtfertigung der gewählten Größenordnung für Zielgesellschaften einschließlich der (problematischen) grundsätzlichen Öffnung des UBGG für GmbH & Co KG's, Dimension der Privilegierung der Finanzmarktmanager über das Carried interest, etc.) sei hier nur der Vollständigkeit halber ebenso **verwiesen** wie die **nötige Zusammenbindung von**

**MoRaKG mit einem Risikobegrenzungs-gesetz** (was die **gemeinsame Verabschiedung** in einem Gesetzgebungsverfahren einschließt). **Zusätzlich** bzw. ergänzend **sollten** schon im laufenden, um das Risikobegrenzungs-gesetz zu ergänzenden Gesetzgebungsverfahren **geprüft werden**:

- **Übermäßige Kreditaufnahmen**, die weder mit Investitionen in das Anlage- oder Umlaufvermögen eines Unternehmens in Übereinstimmung gebracht werden können noch mit den Lohnkosten in einer gewissen Relation korrespondieren und deswegen in den Gewinnanteil des Eigenkapitals bilanziell eingestellt werden, könnte man mit einem **Ausschüttungsverbot** belegen. Der **DGB** spricht insoweit von einer **gesetzlichen Beschränkung kreditfinanzierter Sonderausschüttungen**<sup>206</sup>. Alternativ könnten solche Ausschüttungen auch mit einer **hohen steuerlichen Belastung** versehen werden.
- Damit verbunden sein könnte eine **Einführung einer Rückstellungsverpflichtung für potentielle Abfindungszahlungen**. Wird ein Unternehmen an einen Private Equity Fonds verkauft, könnte man kraft Gesetzes bestimmen, dass in der Bilanz des verkauften Unternehmens eine Rückstellung in Höhe der stillen Reserven gebildet werden muss. Diese stünde für eventuelle durch den Investoreneinstieg motivierte Entlassungen für die Dauer von fünf Jahren zur Verfügung. Das hätte zwar Steuermindereinnahmen (Gewinnminderung beim Unternehmen!) zur Folge, wäre volkswirtschaftlich aber für den Fiskus „preiswerter“ als die Übernahme der Folgekosten durch Arbeitslosigkeit. Wer dagegen einwendet, dass dies die EU-Kapitalverkehrsfreiheit behindere, wird sich mit dem Argument befassen müssen, wie sich diese „Freiheit“ in Abwägung zur negativen EU-Arbeitnehmerfreizügigkeit (Freiheit des Arbeitnehmers, seinen Job innerhalb der EU nicht durch unnötige Zwänge wechseln zu müssen) verhalte.
- Alternativ könnte man zumindest an eine steuerpflichtige **Offenlegung der stillen Reserven** bei Einstieg eines Private Equity Investors nachdenken. Dieser Vorschlag dürfte besonders nah an der Linie der Transparenz-Eckpunkte des BMF liegen.
- **In Anlehnung an eine Forderung und Vorschläge der IG Metall**, der sich der **DGB** insgesamt angeschlossen hat<sup>207</sup>, sollten die **Rechte der Betriebsverfassungsorgane konkretisiert und gestärkt** werden.

---

<sup>206</sup> Vgl. Ziffer 3 der Maßnahmen-vorschläge in der Pressemitteilung des DGB Bundesvorstandes vom 30.05.2007, „Hedge Fonds: Sommer fordert verbindliche Regelung“, zu finden über [http://www.dgb.de/presse/pressemeldungen/pmdb/pressemeldung\\_single?pmid=2992](http://www.dgb.de/presse/pressemeldungen/pmdb/pressemeldung_single?pmid=2992) (eingesehen am 15.08.2007)

<sup>207</sup> Vgl. Ziffer 1 der Maßnahmen-vorschläge in der Pressemitteilung des DGB Bundesvorstandes vom 30.05.2007, „Hedge Fonds: Sommer fordert verbindliche Regelung“, zu finden über [http://www.dgb.de/presse/pressemeldungen/pmdb/pressemeldung\\_single?pmid=2992](http://www.dgb.de/presse/pressemeldungen/pmdb/pressemeldung_single?pmid=2992) (eingesehen am 15.08.2007)

Anknüpfungspunkt wäre die EU-Übernahme-richtlinie via §§ 106 Abs. 3, 111 Betriebsverfassungsgesetz<sup>208</sup>.

- Die mit der EU-Kapitalschutzrichtlinie aufgehobenen **Buyout-Erschwerisse** sollten auf nationaler Ebene wieder geregelt werden.
- Um **strengere (schon jetzt geltende) Finanzmarktregeln für Private-Equity- wie Hedgefonds** zur Anwendung zu bringen, erscheint die Überlegung sinnvoll, erhebliche Teile von ihnen zu Publikumsfonds zu machen<sup>209</sup>. Hier besteht möglicherweise ein beachtliches Transparenzsteigerungspotential durch eine einfache Rechtsänderung. Flankiert werden könnte dies – unter dem Gesichtspunkt stärkerer volkswirtschaftlicher Stabilität - um die stärkere Offenlegung aller Investments, in die Banken und Lebensversicherungen auch außerbilanziell ihr Geld hineinstecken<sup>210</sup>.
- Der Steuervorteil für den sog. **Carried interest** sollte entfallen. Die Besteuerung aller Managereinkünfte sollte im Rahmen der einkommensteuerlichen Progression erfolgen. Es gibt keinen Grund, anzunehmen, warum Finanzmarktmanager wertvollere oder riskantere Arbeit leisten als Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer in der EU, die in der Globalisierung den fast täglichen Jobverlust befürchten müssen.
- Der **Straftatbestand der Untreue** (§ 266 StGB) könnte **konkretisiert** und **verschärft** werden. Für ein Unternehmensmanagement sollte ein klarer negativer Anreiz existieren, nicht vorzeitig mit einem Investor „gemeinsame Sache“ zu

---

<sup>208</sup> Näher Wirtschaftspolitische Informationen der IG Metall Nr. 4 vom 12.03.2007, S. 9; dabei kommen folgende Textergänzungen in Korrespondenz mit gewerkschaftlichen Überlegungen etwa in Betracht:

- Bei § 111 BetrVG eine neue Nr. 6: „Übernahme von mindestens 30 Prozent der Anteile des Unternehmens durch einen neuen Eigentümer oder mehrere neue Eigentümer, wenn diese ein gemeinsames Angebot unterbreitet haben (Hierdurch würde die Unternehmensübernahme als Betriebsänderung definiert. Damit bestünde ein Recht des Betriebsrates zur umfassenden Unterrichtung und Beratung. Der Versuch eines Interessenausgleichs und der Abschluss eines Sozialplanes zwischen Arbeitgeber und Betriebsrat würde möglich, falls für die Beschäftigten Nachteile eintreten würden).
- Bei § 106 Abs. 3 Nr. 9a BetrVG: „- die Übernahme von mindestens 30 Prozent des Unternehmens durch einen neuen Eigentümer oder mehrere neue Eigentümer, wenn diese ein gemeinsames Angebot abgegeben haben.“ (Hierdurch würde die Unternehmensübernahme klarstellend in den Katalog der Unterrichtungspflichten des Arbeitgebers gegenüber dem Wirtschaftsausschuss aufgenommen.

<sup>209</sup> Bei Publikumsfonds gelten strenge Regeln, so Böttger, Strukturen und Strategien von Finanzinvestoren, a.a.O., S. 51. Der dort angeführten Ansicht, man könne bei Private Equity auf eine solche Regulierung verzichten, bleibt entgegenzuhalten, dass dieser „Club der Reichen“ zwar seine eigenen Interessen vielleicht zu schützen vermag und deswegen das Risiko mit einem solchen Engagement aushalten müsse, damit jedoch die volkswirtschaftlichen Implikationen nicht ausgeschlossen sind – auch nicht für Banke, die sich an kritischen Fonds ja mit bloß außerbilanziellen Darstellungen engagieren.

<sup>210</sup> Zum Problem der bei Banken außerbilanziell geführten Zweckgesellschaften/ Investments bzw. dessen Entfaltung im Sommer 2007 vgl. nur FAZ vom 15.08.2007, „Die Spuren der Finanzkrise werden erst später sichtbar“.

machen. In dieser Hinsicht sind dem Management Aufzeichnungspflichten für jeden externen Investorenkontakt aufzuerlegen. Die Aufzeichnung ist binnen Monatsfrist dem Betriebs- oder Aufsichtsrat zur Kenntnis zu bringen. Geschieht dies nicht, könnte kraft Gesetzes festgelegt werden, dass Teile des „Managergehalts“ gekürzt werden müssen; geschieht das nicht, könnte man dementsprechend dies ausdrücklich wieder mit dem strafrechtlichen Untreuetatbestand sanktionieren.

Die Sinnhaftigkeit der Unterscheidung zwischen Hedgefonds und Private Equity unterstellt, sollten, **Anregungen des DGB<sup>211</sup>** aufgreifend, folgende **Aspekte mit Blick auf Hedgefonds** (aber wegen der Frage der Sinnhaftigkeit auch darüber hinaus) für ein Risikobegrenzungs-gesetz genauer **in Augenschein genommen** werden:

- **Kredite an Hedge-Fonds** sollten an erhöhte **Mindestkapitalforderungen** geknüpft werden, um den Aufbau von Schuldenpyramiden zu erschweren. Dies meint insbesondere auch **strengere Regeln für die Banken** bei der Kreditvergabe an Finanzinvestoren. Dabei sollte auch geprüft werden, dass **Wiederbeleihungen** der von den Fonds vermittelten Sicherheitsleistungen ausgeschlossen werden bzw. nur in reduziertem Umfang zulässig sind. An dieser Stelle findet sich jedoch schon ein fast fließender Übergang zu mittel- und langfristigen, ganz grundsätzlichen Herausforderungen.
- Für **Versicherungen und Pensionfonds muss gelten**: Nur **sehr begrenzte** oder besser: keine **Anlagen in alternativen Finanzinvestments<sup>212</sup>**, d.h. wie insbesondere in Private Equity oder Hedgefonds; **keine Öffnung der Anlagebestimmungen**.
- Ferner bleibt zu klären, warum die vom BMF noch im Mai als wesentlicher Regulierungsgegenstand genannte **Transparenzerhöhung von sog. Leerverkaufs- und Wertpapierleihpositionen** nicht dennoch **Teil des geplanten Gesetzes** werden sollte. Ggf. ist der zu verknüpfende MoRaKG-Risikobegrenzungs-Gesetzentwurf anzupassen.

Gerade mit Blick auf das speziell vom MoRaKG in Augenschein genommene und zum Zentrum gemachte „Problemfeld“ **Venture Capital** besteht schließlich **im laufenden**

---

<sup>211</sup> Vgl. Pressemitteilung des DGB Bundesvorstandes vom 30.05.2007, „Hedge Fonds: Sommer fordert verbindliche Regelung“, zu finden über [http://www.dgb.de/presse/pressemeldungen/pmdb/pressemeldung\\_single?pmid=2992](http://www.dgb.de/presse/pressemeldungen/pmdb/pressemeldung_single?pmid=2992) (eingesehen am 15.08.2007); ferner Michael Sommer, „Von Roosevelt lernen“, in: FTD vom 17.08.2007.

<sup>212</sup> Vgl. Pressemitteilung des DGB Bundesvorstandes vom 30.05.2007, „Hedge Fonds: Sommer fordert verbindliche Regelung“, zu finden über [http://www.dgb.de/presse/pressemeldungen/pmdb/pressemeldung\\_single?pmid=2992](http://www.dgb.de/presse/pressemeldungen/pmdb/pressemeldung_single?pmid=2992) (eingesehen am 15.08.2007).

## **Gesetzgebungsverfahren ein nicht unbeachtlicher Aufklärungsbedarf**

(unbenommen der schon **o.g. Aspekte!!**):

- Das behauptete „Marktversagen“ bei technologiegetriebenen Neugründungen muss in der Weise **offen und umfassend evaluiert** werden, dass am Ende nicht nur die Optionen für Private Equity verbessert werden. Wagniskapitalbeteiligungen dürfen nicht nur einem „Reichen-Club“ zur Investition offenstehen.
- Insbesondere muss die Option bestehen, dass **Lücken bei der Finanzierung kleiner und mittlerer Unternehmen** geschlossen werden, indem **Direktförderungen** von Sparkassen, öffentlichen Landesbanken und der KfW-Gruppe verstärkt bzw. zusätzlich motiviert werden, anstatt sie über Venture-Capital-Fonds umzuleiten. Es bleibt ausdrücklich zu überlegen, **Darlehensprogramme** zur Förderung von Unternehmensgründungen **mit volkswirtschaftlich vernünftigem Augenmaß** aufzustocken. Dabei muss gelten: **Nicht die Derivate, sondern die Substrate sind zu stärken.**
- In diesem Sinne ist es erstrebenswert, die **öffentliche Hand** überhaupt wieder als **Unterstützer technologie- und innovationsorientierter Unternehmensgründungen** zurück zu gewinnen, insbesondere wenn es sich um für die gesamte Infrastruktur bedeutsame Branchen handelt. EU-rechtliche, rein privatisierungsfetischisierte Beschränkungen müssen ggf. zurückgeschnitten und/oder aufgehoben werden.

(2.) Damit bleibt der Blick auf die ganz **grundsätzlich** schon jetzt – oder zumindest mittel- und langfristig – **zu überlegenden Ergänzungen oder Umstrukturierungen** für den Finanzmarkt: Dies gilt angesichts der Finanzmarktentwicklung im Sommer 2007 **umfassender denn je**. Und dabei sollte die **volkswirtschaftliche Kompatibilität** von Private Equity und Hedgefonds, wie des gesamten Finanzmarktes, erheblich verbessert werden. **Ungerechtfertigte Konkurrenzvorteile** sind **abzuräumen**. Im Zentrum aller Bemühungen aber muss stehen: **Risiken für die volkswirtschaftliche Stabilität müssen minimiert werden** (was schwer genug sein dürfte, da selbst den Akteuren an den Finanzmärkten der Blick für die bei ihnen bestehenden Risiken, d.h. an den Kreditmärkten, verstellt sein könnte<sup>213</sup>). Von daher ist die Diskussion auch nicht allein auf Private Equity und Hedgefonds beschränkt. Die Vielzahl der angesichts der Finanzmarktentwicklungen im Sommer 2007 diskutierten Reformschritte – **Stichworte**: Ablösung des **gescheiterten Selbstregulierungskonzeptes** auf dem Finanzmarkt<sup>214</sup>,

<sup>213</sup> Und nicht nur den Politikern, wie Wolfgang Münchau, „Markt für Massenvernichtung“ in FTD vom 08.08.2007 mutmaßt, dort aber auch auf die enormen Fehleinschätzungsmöglichkeiten von Kreditrisiken aufgrund der hohen Komplexität des Marktes hinweist.

<sup>214</sup> Vgl dazu etwa in einem **Beitrag des DGB-Vorsitzenden Michael Sommer**, „Von Roosevelt lernen“, in: FTD vom 17.08.2007.

**Regulierung von Ratingagenturen**<sup>215</sup>, nötige Akzentverschiebungen bei der Definierung der **Rolle der Zentralbanken**<sup>216</sup>, die Interventionen zugunsten des Kapitalmarkts als Arkanbereich begreifen, nicht aber konjunkturelle, insbesondere arbeitsmarktbezogene Impulse, **Reform der (Banken-)Aufsicht**<sup>217</sup>, der Bankenregulierung, etc. - wird jedoch notwendigerweise auch für Private Equity und Hedgefonds gelten und gelten müssen. Insofern stehen auch die aktuellen Tendenzen in der EU-Liberalisierungspolitik auf der Agenda<sup>218</sup>. Grundsätzlich zu begrüßen ist es in diesem Sinne, wenn sich Bundesfinanzminister Steinbrück einer Reform der Bankenaufsicht zuwenden will<sup>219</sup>. Vor diesem Hintergrund finden sich mit Blick auf Hedgefonds und Private Equity eine ganze **Reihe von Ansatzpunkten**, die wertvoll erscheinen, um von der SPD näher verfolgt und zu einem Handlungspaket geprüft und geschnürt zu werden; erinnert werden darf dabei – nicht zuletzt auch mit Blick auf die **nötige internationale Vernetzung**<sup>220</sup> – an die fruchtbringenden Erkenntnisse und Analysen der PSE<sup>221</sup>:

- Das Tätigkeitsfeld von Hedgefonds sollte ganz grundsätzlich **auf ihre klassische finanzmarktstabilisierende Funktion begrenzt** werden. Kurz und gut: **Nur klar regulierte Hedgefonds können**, wenn überhaupt<sup>222</sup>, **segensreich wirken**. Die Verwischungen mit dem zulässigen Tätigkeitsbereich von Private-Equity-Fonds

---

<sup>215</sup> Vgl. insofern lediglich FTD vom 17.07.2007, „Druck auf Ratingagenturen wächst – Frankreich schlägt stärkere Kontrolle der Bonitätshüter vor – Bundesregierung reagiert zurückhaltend“, fernre FAZ vom 17.08.2007, „Politiker greifen Rating-Agenturen an – Peinliche Fragen zur Rolle der Kreditbewerter in der Finanzkrise“.

<sup>216</sup> Vgl. hierzu beispielsweise die Kritik von Lucas Zeise, es spräche gegen die Notenbanker, wenn sie das Geschwätz der Investmentbanker nachplapperten, in: „Wo die Aufseher versagt haben“, in: FTD vom 07.08.2007; zum Problem, wenn der die Geldmarktaktivitäten der Geschäftsbanken von den Zentralbanken letzten Endes übernommen werden, wie zur Weigerung der Zentralbanken, ihre Rolle bei der Risikobepreisung am Finanzmarkt auch als Interessenwahrnehmung zugunsten desselben erkennen zu müssen vgl. Lucas Zeise; „Den Schaden begrenzen“, in FTD vom 21.08.2007; die unterschiedliche Ausrichtung von EZB und US-FED hinsichtlich der Impulse für Konjunktur und Arbeitsmarkt auch mit Blick auf die Bewertung der Finanzkrise im Sommer 2007 ansprechend vgl. Thomas Fricke, „Greenspan darf Halbgott bleiben“, in: FTD vom 17.08.2007.

<sup>217</sup> Vgl. etwa die Hinweise von Lucas Zeise, „Wo die Aufseher versagt haben“, in: FTD vom 07.08.2007, der auch ausdrücklich auf die Aufsichtslosigkeit von Private Equity Fonds a.a.O. aufmerksam macht. Zu den internen Überlegungen in der Bankenaufsicht insofern Die Welt vom 22.08.2007, „Bankenaufseher suchen nach neuen Kontrollverfahren – Bundesbank arbeitet an Stresstest für Kapitalknappheit“.

<sup>218</sup> So auch Troost, Strenge Regulierung von Hedge Fonds erforderlich, a.a.O., A. 7.

<sup>219</sup> So Berliner Zeitung vom 20.08.2007, „Steinbrück will Bankenaufsicht überdenken – Sachsen LB mit Kreditlinie der Sparkassen stabilisiert/ Einbußen beim Jahresergebnis erwartet“.

<sup>220</sup> Dies greift zu recht auch Troost, Strenge Regulierung von Hedge-Fonds erforderlich, a.a.O., S. 14 auf.

<sup>221</sup> Vgl. PSE Socialist Group in the European Parliament, Hedge Funds and Private Equity – A critical analysis – executive summary, zu finden über [http://www.socialistgroup.eu/gpes/media/documents/33839\\_33839\\_hedge\\_funds\\_final\\_summary\\_en\\_070330.pdf](http://www.socialistgroup.eu/gpes/media/documents/33839_33839_hedge_funds_final_summary_en_070330.pdf) (eingesehen am 21.08.2007).

<sup>222</sup> Zum Streit über die stabilisierende Wirkung von Hedgefonds vgl. Kamp/ Krieger, S. 63 f.; dass Hedgefonds sogar eher ein finanzkrisenverstärkendes Moment haben können wird deutlich bei Udo Rettenberg/ Matthias Eberle, „Hedge-Fonds im Würgegriff – Die Turbulenzen an den Weltfinanzmärkten rücken **Hedge-Fonds** zunehmend ins Rampenlicht. Zuletzt haben sie an den Aktienbörsen massive Verkäufe vorgenommen und so zeitweise die **Talfahrt der Aktienkurse verstärkt** [Hervorhebungen von mir, OR]. Die Verluste vieler Investoren sind massiv.“ in: Handelsblatt vom 20.08.2007.



müssen ausgeschlossen werden. Es braucht entschieden klarere Konturierungen des zulässigen Tätigkeitsfeldes, das damit verbunden werden könnte, die Hedgefonds, möglichst auf europäischer Ebene, zu einem „**onshoring**“ zu bringen<sup>223</sup> (was gleichzeitig mit Regulierungsrahmen versehen werden sollte). Der Gewerkschafts-Dachverband TUC hat völlig zu recht, eine Rückführung von Private Equity und Hedgefonds auf ihre Kernfunktionen gefordert<sup>224</sup>.

- Es braucht einen **verbindlichen Verhaltenskodex** für die Branche Private Equity/ Hedgefonds<sup>225</sup>.
- Ferner sollte geprüft werden, Private Equity/ Hedge-Fonds zu bestimmten Terminen zu einer **Offenlegung ihrer Vermögens- und Eigentümerstruktur** zu verpflichten<sup>226</sup>. Auch sollten sie über ihre Geschäftspolitik, d.h. Handelspositionen Auskunft geben müssen. Bei einem Verstoß gegen diese schon bei einem Engagement mit Bezug zur Bundesrepublik Deutschland verbundenen Transparenzpflichten könnte man die „Sanktion“ installieren, dass dann höhere Kapitalkosten (etwa über eine Haftungsregelung) für die Fonds entstehen. Dies gilt speziell, um die Konkurrenz zum halbwegs vernünftig regulierten Börsenwesen zu mindern. Alternativ könnten beispielsweise „nur“ Kriterien entwickelt werden, ab denen eine Art **Verpflichtung zum Börsengang** besteht. Damit würden zumindest (automatisch) börsliche Offenlegungsverpflichtungen verbunden sein, die zu einer erhöhten Transparenz führen könnten. Wird selbst eine Börsengangsverpflichtung als Handlungsoption ausgeschlossen, sollte zumindest ein ähnliches paralleles Offenlegungssystem wie an der Börse für Private Equity etabliert werden.
- Hierbei hilft eventuell auch ein **Rechtsformzwang** für Private Equity- und auch für Venture-Capital-Fonds. Mit einer eigenen Rechtsform, zu der Private Equity Fonds wie Banken gezwungen werden, wird ein **Anknüpfungspunkt** für eine für diese **maßgeschneiderte Finanzmarkt- und Kreditwesenaufsicht** nebst vorausgehender Genehmigung geschaffen (was natürlich bedeutet: in einem ganz anderen Sinne als vom BVK gewünscht). Gleichzeitig könnte diese das Vehikel sein

---

<sup>223</sup> Um sie unter die EU-Regelungshoheit zu bringen, die dann zu ergänzenden Regulierungen aufgefordert bleibt, zu diesem Aspekt vgl. Voth, Gutachten, S. 28 ff.; in diesem Sinne anscheinend auch Unctad-Chefökonom Heiner Flassbek in einem Interview mit der taz, vgl. taz vom 15.08.2007, „Die Tobin-Steuer wäre noch viel zu wenig“ – Die Kreditbranche ist dem Renditewahn verfallen und die Aufsichtsbehörden sind überfordert, sagt Heiner Flassbek. Der Unctad-Chefökonom fordert: Finanzgeschäfte besteuern und Finanzoasen wie die Cayman-Inseln austrocknen“.

<sup>224</sup> Vgl. FTD vom 16.03.2007, „Gewerkschafter für Aufsicht der Finanzmärkte“.

<sup>225</sup> So Pressemitteilung des DGB Bundesvorstandes vom 30.05.2007, „Hedge Fonds: Sommer fordert verbindliche Regelung“, zu finden über

[http://www.dgb.de/presse/pressemitteilungen/pmdb/pressemitteilung\\_single?pmid=2992](http://www.dgb.de/presse/pressemitteilungen/pmdb/pressemitteilung_single?pmid=2992) (eingesehen am 15.08.2007).

<sup>226</sup> Vgl. Pressemitteilung des DGB Bundesvorstandes vom 30.05.2007, „Hedge Fonds: Sommer fordert verbindliche Regelung“, zu finden über

für eine Marktzulassung, die an die Unterwerfung unter die **Regeln von Basel II** bzw. eines Nachfolgeregimes angebunden wird. Zu diesem Regulierungspaket könnten ferner die – von der IG Metall<sup>227</sup> zu recht ventilieren – Aspekte gehören: Registrierung der Fonds, Offenlegung von Vermögens- und Eigentümerstruktur sowie von Bilanzen. Hier lassen sich auch Gedanken von Alt-Bundeskanzler Helmut Schmidt fruchtbar machen<sup>228</sup>.

- Kumulativ sollten – soweit diese nicht durch die einleitenden Aspekte abgedeckt wurde - mit dem o.g. Hintergrund auch die **Banken stärkerer finanzmarktaufsichtlicher Kontrolle** unterworfen werden (damit **Basel II** bzw. eine optimierte Nachfolgelösung<sup>229</sup> vollständig auf dem Finanzmarkt gilt). Einer in diesem Sinne gestellten **Forderung des DGB**<sup>230</sup>, die grundsätzlich über das Vorhaben des Risikobegrenzungsgesetzes mit Blick auf die fortlaufenden Entwicklungen am Finanzmarkt einer **kontinuierlichen Evaluierung** bedarf, sollte sich die SPD (mindestens) anschließen. Strengere Regeln für die Banken erhöhen die Kreditkosten und führen zu Finanzierungsverschlechterungen bei den Fonds. Wiederbeleihungen der von den Fonds vermittelten Sicherheiten sollten ausgeschlossen, höchstens in ganz geringem Maße erlaubt sein<sup>231</sup>. Eine erschwerte Kreditvergabe findet im Übrigen auch klare öffentliche Unterstützung<sup>232</sup>. In diesem Kontext könnte – in Anlehnung an eine Forderung der IG Metall – geprüft werden, ob eine stärkere Eigenkapitalunterlegung von Krediten<sup>233</sup>, ggf. additiv, sinnvoll ist. Die „richtige“ Eigenkapitalquote für jede Branche zu finden, dürfte allerdings sehr schwierig werden. Eine dazu noch **schärfere Aufsicht für die Derivatmärkte**<sup>234</sup>, die eine Offenlegung der Preisbildung bei den Emmissionshäusern einschließt, dürfte ein wichtiges abrundendes Element eines insofern gebündelten Maßnahmenpaketes sein.

---

[http://www.dgb.de/presse/pressemeldungen/pmdb/pressemeldung\\_single?pmid=2992](http://www.dgb.de/presse/pressemeldungen/pmdb/pressemeldung_single?pmid=2992) (eingesehen am 15.08.2007).

<sup>227</sup> Vgl. Wirtschaftspolitische Informationen der IG Metall Nr. 4 vom 12.03.2007, S.10.

<sup>228</sup> Vgl. Helmut Schmidt, „Beaufsichtigt die neuen Großspekulanten!“, in: Die Zeit Nr. 6 vom 01.02.2007, S. 23

<sup>229</sup> Zur nötigen Aufbereitung der Wirksamkeit von Basel II im Kontext der Finanzkrise im Sommer 2007 vgl. etwa die Schlussbemerkung von Lucas Zeise, „Wo die Aufseher versagt haben“, in: FTD vom 07.08.2007.

<sup>230</sup> Vgl. Handelsblatt vom 05.04.2007, „Banken sollen Hedge-Fonds drosseln – DGB will Kredite an die umstrittenen Großinvestoren erschweren, um Risiken vorzubeugen“, ferner Michael Sommer, „Von Roosevelt lernen“, in: FTD vom 17.08.2007; einen konkretisierten Vorschlag in dieser Hinsicht, der die Risikosteuerung über (Mindest-)Kapitalanforderungen bei den Prime-Brookern ansetzen lassen will, findet man bei Voth, Gutachten, a.a.O., S. 21 ff.

<sup>231</sup> Vgl. Handelsblatt vom 05.04.2007, „Banken sollen Hedge-Fonds drosseln – DGB will Kredite an die umstrittenen Großinvestoren erschweren, um Risiken vorzubeugen“.

<sup>232</sup> Vgl. FTD vom 27.03.2007, „Basel IIb“.

<sup>233</sup> Vgl. Wirtschaftspolitische Informationen der IG Metall Nr. 4 vom 12.03.2007, S. 10.

<sup>234</sup> Vgl. Michael Sommer, „Von Roosevelt lernen“, in: FTD vom 17.08.2007.

- In diesen Kontext gehört auch die Idee eines **europäischen Stabilitäts- und Sicherungsfonds**<sup>235</sup>, in den **alle privaten Finanzinstitutionen einzahlen müssen** – sozusagen als Preis dafür, dass für die Krisen am Finanzmarkt entweder über die Geldpolitik der Zentralbanken oder „Zuschüsse“ aus der „Steuerkasse“ die Allgemeinheit in Anspruch genommen wird.
- Eine für dieses Papier rahmensprengende Dimension dürften sämtliche Überlegungen und Ideen anbelangen, die mittel- und langfristig das Thema der **Neujustierung steuerlicher Regelungen im Kontext mit der Stärkung der Allgemeinverträglichkeit des Finanzmarktes**, und damit von Private Equity und Hedgefonds betrifft. Dazu könnte - teilweise in Anlehnung an die Gedanken der IG Metall<sup>236</sup> - die **grundsätzliche Gewerbe-, besser Unternehmensteuerpflicht** der Fonds ebenso gehören wie die **internationalrechtliche Absicherung einer garantierten Mindestbesteuerung auf der Anlegerebene**: In einer Kumulation zur Dimension der Besteuerung auf Fonds-, d.h. Unternehmensebene wäre es beispielsweise besonders wertvoll, wenn für den Fall der Steuertransparenz bzw. Steuerfreiheit des Fonds auf jeden Fall der Zwang besteht, den Anleger mit einer hohen Mindeststeuer zu verpflichten, zum Gemeinwohl beizutragen. Dies sollte, selbstverständlich einschließlich einer effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung, gelten und – mit Blick auf die laufende Debatte - auf europäischer Ebene wohl eher in Abweichung von den Vorstellungen der „Alternative Instrument Expert Group“ klargestellt werden. Dementsprechend gerät eine zu aktivierende **Doppelbesteuerungspolitik** in den Blick.

<sup>235</sup> Vgl. Michael Sommer, „Von Roosevelt lernen“, in: FTD vom 17.08.2007.

<sup>236</sup> Vgl. Wirtschaftspolitische Informationen der IG Metall Nr. 4 vom 12.03.2007, S.9.