

Zum Einfluss von Private Equity- und Hedge-Fonds auf die Wirtschaft

Lothar Kamp

Private Equity- und Hedge-Fonds sind Finanzinvestoren amerikanischen Ursprungs. Seit der Jahrtausendwende engagieren sie sich verstärkt in Kontinentaleuropa. Sie forcieren einen Typus von Kapitalismus, der die Interessen der Anteilseigner nach maximalem Unternehmenswertzuwachs und nach Höchstretditen („Shareholder Value“) über alle anderen Interessen stellt. Leisten diese Fonds, wie von ihren Verfechtern behauptet, wichtige Beiträge zur Effizienzsteigerung der Wirtschaft und bringen sie den Firmen dringend benötigtes Kapital? Oder haben sie für Unternehmen und Gesellschaft eher problematische Wirkungen und müssen deshalb zurückgedrängt oder staatlich streng reguliert werden?

1

Einleitung

Private Equity (PE)-Fonds und Hedge-Fonds (HF) sind Gesellschaften, die von vermögenden Privatpersonen und Institutionen hohe Geldbeträge einsammeln und unter radikaler Anwendung des Shareholder-Value-Ansatzes (Rappaport 1999) ihren Investoren extrem hohe Renditen versprechen.

PE-Fonds beteiligen sich für mehrere Jahre an Unternehmen, strukturieren diese massiv um, lassen sich von den „Zielunternehmen“ meist während der Investitionsphase hohe Beträge ausschütten und versuchen nach Ablauf der Beteiligungsphase, im „Exit“, einen möglichst hohen Verkaufspreis zu erzielen. Den Kauf der Firmen finanzieren die PE-Fonds überwiegend mit Krediten, die das Zielunternehmen aufgelastet bekommt und aus seinen Überschüssen abtragen muss. Ein Private Equity-Fonds (PEF) ist auf zehn bis 15 Jahre angelegt und zwecks Risikostreuung an mehreren Firmen beteiligt.

Weltweit führten PE-Fonds im Jahre 2006 ca. 2.000 Transaktionen mit einem Volumen von mehr als 500 Mrd. € durch. Damit dominierten sie den Markt für Unternehmensübernahmen (Buy Outs) (Handelsblatt 29.12.06, S. 25). Der Wert europäischer Buy Outs erreichte 2006 168 Mrd. €. Das waren 42 % mehr als 2005. Die Investoren interessieren sich für den deutschen Mittelstand: Kleine und mittlere Unternehmen beispielsweise aus dem Maschinenbau oder der Automobilzulieferung. Diese Firmen verfügen oft über große Reserven, beträchtliches Eigenkapital und gute Cash Flows,¹ sind vielfach Konglome-

rate oder weltweite Champions in einer Produktnische und weisen renditeschmälernde Ineffizienzen auf.

Unter der Regie von PE-Fonds wurden einige Unternehmen tatsächlich wettbewerbsstärker und stellten zusätzliche Arbeitskräfte ein, wie Wincor Nixdorf, ein Hersteller von Geldautomaten und Kassensystemen. Und Fonds retteten insolvente oder angeschlagene Unternehmen, die keine anderen Käufer fanden, wie Pro7Sat1. Auf der anderen Seite haben PE-Fonds viele Unternehmen hoch verschuldet, Beschäftigte freigesetzt sowie Löhne und Arbeitsbedingungen verschlechtert.

Hedge-Fonds spekulieren auf Aktien Gewinne unterbewerteter Firmen wie auch auf Währungs- und Rohstoffpreisschwankungen oder mischen sich mit kleinen Beteiligungen aggressiv in Unternehmensstrategien ein (Hornberg 2006). Das verwaltete Vermögen der weltweit rund 9.000 Hedge-Fonds wird für 2007 auf etwa 1.400 Mrd. € berechnet (Handelsblatt 06.02.07, S. 3). HF arbeiten mit hohem Leverage² und operieren gegenwärtig mit schätzungsweise 3.500 Mrd. \$ Finanzmitteln (Financial Times Deutschland 12.12. 06, S. 17). Zu Beginn der 1990er Jahre betrug das von Hedge-Fonds verwaltete Vermögen nur 100 Mrd. \$ (Financial Times Deutschland 29.09.06, S. 20). Anfang 2007 ging ein Drittel des Handelsvolumens an den großen Börsen auf ihre Aktivitäten zurück (Frankfurter Allgemeine Zeitung 08.02.07, S. 19).

Aktivistische Hedge-Fonds (aHF), auf die sich dieser Artikel beschränkt, beteiligen sich meist ein oder zwei Jahre lang mit Anteilen zwischen einem und 3 % an Unternehmen. Sie mischen sich aktiv in Unternehmensstrategien ein und verfolgen damit Ausschüttungen und Gewinnsteigerungen

für die Anteilseigner; dies haben sie mit PE-Fonds gemeinsam. Die Unterschiede zwischen PEF und aHF verwischen sich zunehmend, weil sich mittlerweile Hedge-Fonds länger und Private Equity-Fonds kürzer als früher an Unternehmen beteiligen.

Seit 2000 verbessern die europäischen Staaten die Rahmenbedingungen für Alternative Investments, beseitigen Regulierungen und Hemmnisse und bieten den Investoren Steuererleichterungen. So hob die rot-grüne Bundesregierung 2001 die Steuer auf Gewinne beim Verkauf von Unternehmensanteilen auf – ein Anreiz für die Fonds, in Deutschland aktiv zu werden.

Da die Fonds ihre Strategien und ökonomischen Kennziffern nicht veröffentlichen, sind zuverlässige wissenschaftliche Aussagen über die wirtschaftlichen Wirkungen Alternativer Investments nicht möglich. Untersuchungen operieren mit nicht rückverfolgbaren Datensätzen, die letztlich von Fonds stammen, oder Fallbeispielen aus Presse und Fachzeitschriften. Auch dieser Beitrag stützt sich auf Fallanalysen und zeigt anhand einiger Beispiele

1 Der Cash Flow ist eine Messgröße für die Differenz zwischen den Auszahlungen und Einzahlungen eines Unternehmens in einer Periode und somit ein Ausdruck für dessen Finanzierungskraft.

2 Bei der Finanzierung von Geschäften wird neben Eigenmitteln Fremdkapital eingesetzt, welches hebelartig (leverage = Hebel) die Eigenkapitalrendite steigert, sofern die Gesamtkapitalrendite den Fremdkapitalzins übersteigt.

Lothar Kamp, Dipl. Volkswirt, Leiter der Abteilung Mitbestimmungsförderung der Hans-Böckler-Stiftung; Arbeitsschwerpunkte: Unternehmensstrategien, Innovation.
e-mail: Lothar-Kamp@boeckler.de

le aus einer Grundgesamtheit von 180 Fällen einer Datenbank der Hans-Böckler-Stiftung typische Problemfelder der Alternativen Investments auf. Auf dieser Grundlage wird versucht, Schlussfolgerungen zu den Rückwirkungen dieser Fonds auf die Wirtschaft zu ziehen und Regulierungsansätze zu skizzieren.

2

Private Equity-Fonds

2.1 EXEMPLARISCHE FÄLLE FÜR IHRE AKTIVITÄTEN

Die PE-Firmen CVC und Permira kauften 2004 für 1,75 Mrd. £ den britischen Automobilclub *Automobile Association (AA)*. 1,3 Mrd. £ des Kaufpreises waren kreditfinanziert. Unprofitable Service-Stationen wurden geschlossen, ein Drittel der ursprünglich 10.000 Beschäftigten wurde in mehreren Wellen entlassen. Die Arbeitstage wurden auf bis zu 11,75 Stunden, die Arbeitswochen auf bis zu 90 Stunden ausgedehnt. Statt 5,2 Problemfälle am Tag bedienten die Patrouillen nun 6,8 Fälle. Die Einsatzbereitschaft für liegen gebliebene Fahrzeuge verschlechterte sich von 30 Minuten auf vier Stunden. Die Mitgliedsbeiträge wurden um 30 % angehoben. Der Automobilclub fiel in der Konsumentengunst deutlich zurück. Gleichwohl verdoppelten sich von 2003 bis 2005 die Gewinne des Unternehmens auf ca. 200 Mio. £. Die Verschuldung betrug Anfang 2007 über 1,3 Mrd. £. Eine Sonderausschüttung an die PE-Fonds in Höhe von 500 Mio. £ erhöhte die Schulden auf fast 1,9 Mrd. £.

Der zweite Fall: Die deutsche *Friedrich Grohe AG* wurde durch die PE-Gesellschaft *BC Partners* 1999 zu einem Preis von 900 Mio. € erworben, zwei Drittel davon waren Kredite. Der PE-Investor verschuldete die Firma hoch: Die Fremdkapitalquote stieg von 50 % in den Vorjahren auf 94 % 2003. Zwischen 1999 und 2003 ließ sich *BC Partners* Sonderdividenden („dividend recapitalisations“, kurz „recaps“) von etwa 350 Mio. € ausschütten. Dem Investor trug das Unternehmen jährlich 20 % an Rendite ein. 2004 verkaufte *BC Partners* das Unternehmen in einem „secondary sale“ (Verkauf von einem Finanzinvestor an einen anderen) für deutlich überhöhte 1,8 Mrd. € an die Finanzinvestoren *Texas Pacific Group (TPG)* und *Credit Suisse*

First Boston (CSFB) weiter. Grohe geriet in eine Schieflage und entließ mittels eines von *McKinsey* entwickelten Restrukturierungsplans fast 1.000 von 5.000 Beschäftigten. *Franz Müntefering*, damaliger Partei- und Fraktionsvorsitzender der SPD, verglich daraufhin die Investoren mit Heuschrecken. Sie würden ein Unternehmen „abgrasen“ und dann zum nächsten weiterziehen. Ratingagenturen setzten Grohe auf Junk Bond Level herab, d.h. sie stuften die Firmenaktien als „Risikopapiere“ ein, was zu erhöhten Kapitalkosten führt (*Kussmaul et al.* 2005).

Das dritte Beispiel: *Kiekert* aus Velbert, Weltmarktführer von Türschließsystemen für Automobile, wurde 2000 vom Finanzinvestor *Permira* für 530 Mio. € gekauft, zwei Drittel davon waren Fremdkapital. 2003 wurde die Firma von der Börse genommen, ein für PE übliches Verfahren, um Publizitätspflichten zu verringern und rechtliche und finanzielle Gestaltungsspielräume zu vergrößern. Die hohe Schuldenlast und der Einbruch des Geschäftes bewirkten, dass *Kiekert* 2005 die Kreditverpflichtungen nicht mehr einhalten konnte. Hedge-Fonds kauften die faulen Kredite und eigneten sich das Unternehmen durch einen Debt-to-equity-swap (Umwandlung von Schulden in Unternehmensanteile) an. Produktionsverlagerungen ins Ausland und Personalabbau reduzierten die Belegschaft von 4.000 auf 1.300 Beschäftigte innerhalb von vier Jahren, Urlaubsgeld und Tarifierhöhungen wurden gestrichen.

2.2 VORGEHENSWEISE DER PE-FONDS

Der erste Schritt bei PE-Geschäften besteht in der Steigerung der Eigenkapitalrendite durch die vorwiegende Fremdfinanzierung des Kaufs („Leveraged Buy Out“ – LBO; siehe auch Fußnote 2). Der Anteil des Fremdkapitals an PE-Käufen betrug 2006 zwischen zwei Drittel und drei Viertel der Kaufsumme. Die Schuldsomme wird auf das Zielunternehmen übertragen (debt push down) und muss durch dieses selbst abgetragen werden.³

Bei der „dividend recapitalisation“ werden stille Reserven des Unternehmens gehoben⁴ oder nicht benötigte Vermögenswerte verkauft. Durch Aufnahme von Krediten, also weitere Verschuldung, wird dieser Vermögenszuwachs in Liquidität verwandelt und an den Fonds ausgeschüttet. Diesen Vermögenstransfer vom Unternehmen

zum PE-Fonds bezeichneten die Börsenzeitung und der deutsche Unternehmensrechtler *Uwe H. Schneider* als „Eigenkapitalraub“ (Börsenzeitung 26.08.06, S. 8). Die Strategien der Fonds werden dabei steuerbegünstigt (*Jarass/Obermair* 2007). Laut der Ratingagentur *Fitch* gewannen Finanzinvestoren bei großen LBOs im Jahr 2005 durchschnittlich 77 % des eigenen Kapitals nach bereits 20 Monaten zurück (*Frankfurter Allgemeine Zeitung* 29.11.06, S. 24). Im Zeitraum von 2002 bis 2005 hat sich die Summe der Rekapitalisierungen nach Untersuchungen der Ratingagentur *Standard & Poor's* weltweit auf 40 Mrd. \$ pro Jahr verzehnfacht. Ein Extrembeispiel für Rekapitalisierung ist der Kauf des dänischen Telekommunikationsunternehmens *TDC* durch fünf Private Equity-Fonds mit eigenem Kapital von 5 Mrd. € und Krediten von 10 Mrd. €. Nach wenigen Monaten erhielten die Fonds eine Sonderdividende von 5 Mrd. € und hatten damit ihr gesamtes Eigenkapital refinanziert – besaßen aber immer noch alle Unternehmensanteile (*Schneider* 2006).

„Secondary Sale“ ist eine Exitform des PE-Fonds durch Verkauf des Unternehmens an einen anderen Finanzinvestor. Derartige Exits haben seit etwa 2003 deutlich zugenommen und standen 2006 bei mittelständischen Buy Outs in Europa mit 55 % an erster Stelle. Secondary Sales treiben die Kaufpreise und den Verschuldungsgrad zusätzlich hoch und verstärken damit den Druck auf das operative Unternehmensgeschäft und die Arbeitsplätze (Börsenzeitung 21.12.06, S. 11).

„Club Deals“ sind gemeinsame Käufe großer Unternehmen durch eine Gruppe großer Finanzinvestoren. Mit ihnen bewerkstelligen große PE-Gesellschaften Käufe und Verschuldungen sehr hoher Volumina.

Mit neuen Formen der Finanzierungsabwicklung geben Banken Kredite, die sie für die Fremdfinanzierung im PE-Geschäft bereitstellen, über „Verbriefung“ (Um-

3 Der PEF gründet ein Akquisitionsvehikel (NewCo). Dieses erwirbt die Zielgesellschaft. NewCo nimmt einen Kredit auf, der mit den Geschäftsanteilen der Zielgesellschaft gesichert ist. Die Zielgesellschaft wird auf NewCo verschmolzen. Vermögenswerte gehen auf NewCo über. Finanzierende Banken erhalten nun Sicherheiten an den ehemaligen Vermögenswerten der Zielgesellschaft.

4 Beispielsweise durch Umbilanzierung unterbewerteter Buchwerte auf höhere Verkehrswerte.

wandlung der Kredite in handelbare Wertpapiere) an den Kapitalmarkt weiter. Käufer sind institutionelle Investoren wie CDO-Fonds⁵ und Hedge-Fonds. Indem die Banken das Kreditrisiko in die Märkte streuen, fällt es ihnen leichter, ohne Bonitätsprüfung der Kreditnehmer und ohne Covenants (Vertragsklauseln zur Absicherung der Kredite) die Kredite an die Fonds auszuzahlen. Die Finanzkrise 2007 erschwert diese Praxis.

Mit Darlehensformen, bei denen Zinsen und Tilgung erst am Ende der Laufzeit fällig werden (z. B. „PIK Notes“ – payment in kind), verfolgen die Fonds die möglichst frühe Abschöpfung der Gewinne. Für Operationen, wie hohe Verschuldung und rascher Vermögensentzug („Quick Flipp“), die die Fonds möglichst schnell ausführen wollen, bleiben mehr Möglichkeiten. Die Risiken entstehen in ferner Zukunft, also zu einem Zeitpunkt, für den die Situation des Unternehmens kaum vorhergesagt werden kann und in der die Beteiligungsfirmen längst ausgestiegen sind.

3 Hedge-Fonds

3.1 EXEMPLARISCHE FÄLLE FÜR IHRE AKTIVITÄTEN

Die Auseinandersetzungen um die *Deutsche Börse AG* waren der erste größere Fall in Deutschland, bei dem Hedge-Fonds massiv in die Strategie eines Unternehmens eingriffen. Mit einer Minderheitsbeteiligung von zusammen ca. 30 % erzwangen im Frühjahr 2005 mehrere Hedge-Fonds den Rücktritt des Vorstandsvorsitzenden *Werner Seifert* sowie einiger Aufsichtsratsmitglieder. Die Hedge-Fonds setzten durch, dass Mittel, die für die Akquisition der Londoner Börse (LSE) vorgesehen waren, an die Anteilseigner ausgeschüttet wurden (Seifert 2007).

Beispiel zwei: Der deutsche Automobilzulieferer *Schefenacker AG* ist Weltmarktführer bei PKW-Rückspiegeln und -Soundsystemen. Kredite für eine große Akquisition konnte das Unternehmen nicht rechtzeitig zurückzahlen. Es musste auf eine Hochzinsanleihe umschulden. Durch zu geringe Cash Flows verlor die Unternehmensanleihe deutlich an Wert. HF stiegen massiv in den Bond ein, als sie durch die Kapitalmarktinformationen bei der Bege-

bung der Anleihe erkannten, dass das Unternehmen Kredit- und Anleihezinsen kaum noch bedienen konnte. Die Citigroup-Bank organisierte eine erneute Umschuldung über einen variabel verzinslichen Kredit, an dem sich nur Hedge-Fonds beteiligten.⁶ Die HF trieben den Preis dieses Instruments auf einen sehr hohen Zins und brachten das Unternehmen an den Rand der Insolvenz (Finance 10/2005, S. 25f.). Über einen debt-to-equity-swap übernahmen die Hedge-Fonds das Unternehmen und starteten ein radikales Sanierungsprogramm mit Massenentlassungen.

Auch im Falle des deutschen Fotodienstleisters *Cewe Color* boten Managementfehler Angriffspunkte für Hedge-Fonds. Das Unternehmen, in der Analogfotografie tätig, erkannte erst spät den Trend hin zur Digitalfotografie, leitete dann aber entschlossen den Umbau ein und wollte dazu die vorhandene hohe Liquidität nutzen. HF erwarben Minderheitsanteile an dem Unternehmen und betrieben die Ausschüttung der freien Mittel an die Anteilseigner. Ein Erfolg der HF hätte zu einer dünnen Kapitaldecke geführt, der Umbau wäre nicht mehr zu leisten gewesen, die Insolvenz drohte.

3.2 VORGEHENSWEISEN AKTIVISTISCHER HEDGE-FONDS

Aktivistische Hedge-Fonds versuchen in kürzerer Zeit als PE-Gesellschaften den Zielunternehmen Vermögen zu entziehen. Sie nutzen aggressiv Schwächen der betroffenen Unternehmen oder Zugriffsgelegenheiten auf Mittel, die für Zukunftsstrategien akkumuliert wurden. Bei ihren Angriffen sind sie bestrebt, Bündnispartner unter den übrigen Anteilseignern zu gewinnen. Dabei nutzen sie die schlechten Anwesenheitsquoten auf Hauptversammlungen, die schon mit kleineren Minderheiten die notwendigen Beschlüsse ermöglichen.

Eine wichtige Vorgehensweise von Hedge-Fonds gegen Unternehmen sind „Leerverkäufe“, die auf fallende Kurse setzen. Sie funktionieren nach folgendem Prinzip: Ausleihen von Aktienpaketen gegen eine „Gebühr“, Verkaufen des Paketes, Spekulieren auf einen fallenden Kurs der Aktie (zum Teil mit eigener „Marktbearbeitung“), Rückkauf der Aktien zu einem niedrigeren Kurs, Rückgabe an den früheren Besitzer. Die Hedge-Fonds profitieren vom Differenzgewinn. Teilweise wirken die

Fonds dabei mit den geliehenen Anteilen (also ohne Eigentum) an Hauptversammlungsbeschlüssen zur Veränderung der Firmen mit.

4 Wirtschaftliche und gesellschaftliche Auswirkungen von Private Equity- und Hedge-Fonds

Die alternativen Investoren zählen zu den entschlossensten und effektivsten Vertretern des Shareholder-Value-Denkens und befördern die Entwicklung hin zu einem kapitalmarktgetriebenen System angelsächsischen Typs. Ob dabei der bankengetriebene kontinentaleuropäische Ansatz verdrängt wird oder ob sich hierzulande ein Mischsystem entwickelt, ist in der Wissenschaft umstritten (Hall/Soskice 2001; Hacketh et al. 2005). Dies hängt auch von den Wirkungen der Alternativen Investments ab, auf die im Folgenden eingegangen wird.

4.1 EINFLUSS DER FONDS AUF DIE WIRTSCHAFTLICHE EFFIZIENZ

Eine vielfach vertretene These ist, dass Alternative Investoren Unternehmen effizienter und wettbewerbsstärker machen (so z. B. CEFS 2007). Tatsächlich verändern die Fonds ihre Zielunternehmen grundlegend: bis an die Grenze von „überflüssigem“ Kapital befreit, auf einen wirtschaftlichen Kernbereich konzentriert, auf kurzfristigen Erfolg optimiert, bar langfristiger Planung, ohne hinreichende Investitionen in Forschung und Entwicklung. Sie produzieren damit selbst neue Ineffizienzen. Die Unternehmen werden fragiler, anfälliger für Krisen, und sie stellen langfristige Innovationen zurück. Die höhere Effizienz wird mit einem kälteren sozialen Klima und schlechteren Arbeits- und Entlohnungsbedingungen für die Beschäftigten erkauft, die Motivation der Belegschaften sinkt (Hans-Böckler-Stiftung 2007; Blome-

⁵ CDO: Collateralized Debt Obligations, Umwandlung eines Pools von Krediten, Unternehmensanleihen und anderen Vermögenswerten in handelbare Wertpapiere.

⁶ Es handelte sich um eine Revolving-Credit-Facility auf Best-Effort-Basis.

Drees/Rang 2006). Squeeze-Out-Maßnahmen der Fonds (Herausdrängen von „Restaktionären“ bei mindestens 95-prozentigem Anteilsbesitz) treffen Kleinanleger, die durch die intransparenten Vorgehensweisen der Fonds und durch Kursverfall oder niedrige Abfindungen übervorteilt werden.

Neuere Studien belegen, dass Unternehmen, die unter dem Druck des Kapitalmarktes stehen, keine höhere Performance aufweisen. Das Massachusetts Institute of Technology (MIT) konstatiert für hoch verschuldete Unternehmen im Vergleich zu langfristig investierenden einen geringeren Unternehmenswertzuwachs (MIT 2001). Jüngere Untersuchungen aus Deutschland schreiben familiengeführten, nicht dem Kapitalmarkt ausgesetzten Unternehmen eine deutlich bessere Performance zu (Financial Times Deutschland 04.07.06). Das deutsche Börsensegment für familiengeführte Unternehmen, Gex, entwickelte sich besser als der DAX (Handelsblatt 19.02.07, S. 1). Die Kosten des Shareholder-Value-Ansatzes werden folglich unterschätzt, sein Nutzen wird überschätzt.

Die Finanzinvestoren sind zugleich Vorreiter und Beförderer einer Entwicklung, bei der Unternehmen selbst zu Handelswaren werden. Traditionelle Bindungen erschweren die Handelbarkeit europäischer Firmen. Hierzu zählen: Kündigungsschutz, Abfindungsvorschriften bei Entlassungen, Nachwirkung von Tarifverträgen bei Unternehmensübernahmen, Mitbestimmung oder Mitwirkung der Arbeitnehmer an Entscheidungen im Unternehmen, Umweltauflagen, steuerliche Vorschriften, die auf langfristigen Unternehmenserhalt zielen, und Gesetze, die Unternehmensübernahmen erschweren. Um im Finanzmarktkapitalismus die Handelbarkeit der Unternehmen zu erhöhen, greift der Kapitalmarkt diese Bindungen an.

Unternehmen mit geringen Schulden und hohem Free Cash Flow⁷ sind für Finanzinvestoren interessante Übernahmekandidaten. Nicht übernahmebereite Firmen greifen zu Abwehrstrategien („poison pills“), die den Shareholder-Value-Prinzipien folgen. Das heißt: Sie verschulden sich hoch, übernehmen kreditfinanziert andere Unternehmen, kaufen Aktien zurück, um den Kurs zu steigern, schütten hohe Dividenden an die Anteilseigner aus und konzentrieren sich einseitig auf Kerngeschäfte. Die Unternehmen fixieren sich auf kurze Zeiträume („short-termism“, Quartalsberichte) und vernachlässigen die

Nachhaltigkeit der Unternehmensentwicklung. Bilanz-Betrugsfälle nehmen zu (Collingwood 2001).

Die wenigen existierenden wissenschaftlichen Untersuchungen zu *Arbeitsplatzeffekten* Alternativer Investments sind weit überwiegend im Auftrag der Fonds-Industrie erstellt worden. Sie kommen zu dem Ergebnis, dass Hedge-Fonds und Private Equity-Fonds viele Arbeitsplätze schaffen würden. Jedoch: Selten werden dabei *Netto-Arbeitsplatzeffekte* berechnet,⁸ und wenn, dann in wissenschaftlich problematischer Weise. So wird in einer Studie der Unternehmensberatungsfirma A. T. Kearney aus dem Jahre 2006 behauptet, PE-Investitionen hätten in Europa in den Jahren 2002 bis 2005 etwa 1 Mio. neue Arbeitsplätze geschaffen (A. T. Kearney 2006; Handelsblatt 19.12.06, S. 1). Die Meta-studie fußt auf zwölf Einzelstudien, die fast vollständig von der PE-Industrie beauftragt waren und von Einrichtungen durchgeführt wurden, die ein positives Interesse an den Fonds haben, weil sie deren Kunden sind. Die Ergebnisse vermitteln ein falsches Bild.⁹

Hedge-Fonds und PE-Gesellschaften sind maßgebliche Verursacher von *Marktstörungen*. Aktivistische Hedge-Fonds gehen bewusst intransparent vor. Sie schleichen sich mit geringen Anteilen an Unternehmen an, um deren Strategien zu verändern; sie steigen verdeckt in laufende Unternehmensübernahmen ein, um als letzter Verkäufer von Anteilen Extrempreise zu erzielen; bei Leerverkäufen wirken Hedge-Fonds an Kursmanipulationen mit und realisieren auf Kosten anderer Differenzgewinne. HF beeinflussen vor anderen Marktteilnehmern verborgene Marktbedingungen, durch die sie aufgrund des so erzielten Informationsvorsprungs als Erste profitieren. Den akkumulierten Überrenditen auf Seiten der HF stehen akkumulierte Zusatzrisiken und -verluste auf Seiten anderer Marktteilnehmer gegenüber. HF erzeugen so mit ihrem Vorgehen Informationsasymmetrien, welche zu den zentralen Gründen für Marktstörungen zählen (Samuelson/Nordhaus 2005, S. 237 und S. 490; Stiglitz 2004).

4.2 EINFLUSS DER FONDS AUF WIRTSCHAFTLICHE INSTITUTIONEN

Durch den Kapitalmarkteinfluss angelsächsischen Typs verändern kontinental-europäische Institutionen ihre Funktionen

und Arbeitsweisen. Pensionsfonds investieren verstärkt Mittel in PE- und Hedge-Fonds, was zukünftige Rentenauszahlungen unbestimmter und risikoreicher macht. Banken ziehen sich aus dem klassischen Kreditgeschäft zurück und stellen ihr Geschäft auf Investmentbanking um, verkaufen ihre Kredite an Finanzinvestoren und organisieren Unternehmensübernahmen. Sie übernehmen gebührenträchtige Prime Broker¹⁰-Funktionen für Hedge-Fonds, investieren in Private Equity- und Hedge-Fonds oder legen solche Fonds auf und bevorzugen hochrenditeträchtige Kurzfriststrategien. Dadurch stehen vielen industriellen Langfristprojekten weniger Mittel zur Verfügung.

Grundsätzlich kann man zwei Formen der Unternehmenssteuerung und -kontrolle unterscheiden: In den *bankengetriebenen* europäischen Ländern, also in Ländern in denen Banken eine vorherrschende Steuerungsfunktion haben, werden Unternehmen durch interne Organe und Beziehungen kontrolliert („insider control“). Aufsichtsräte, Bankenvertreter, Management und Arbeitnehmervertreter, Politiker und Kunden, also Stakeholder, überwachen die Firma. Bei einem *kapitalmarktgetriebenen* System geschieht die Kontrolle und Steuerung über den Kapitalmarkt („outsider control“) (Hackethal et al. 2005). Dieses Corporate Government-System stellt

7 Diejenigen Einzahlungsüberschüsse, die nach Zahlung von Steuern und notwendigen Investitionen dem Unternehmen verbleiben.

8 So die Untersuchung von PriceWaterhouseCoopers (PWC 2005), die vom deutschen PE-Verband BVK finanziell unterstützt wurde.

9 Die in Fußnote 8 genannte BVK-Studie ist eine der zwölf Quellen und basiert auf der Auswertung von Fragebögen, die PE-Firmen zugesandt wurden, die im BVK-Verband organisiert sind. Die Autoren billigen selbst zu, dass die erfassten Unternehmen kein für die Branche repräsentatives Sample darstellen. Die Studie kann wichtige beeinflussende Variablen nicht konstant halten, was die Voraussetzung für einen Vergleich mit Unternehmen wäre, die nicht im Besitz von PE-Fonds sind. Außerdem werden Unternehmen, an denen Alternative Investoren beteiligt sind, und Unternehmen ohne derartige Beteiligungen unmittelbar miteinander verglichen. Auch hierbei besteht die Gefahr einer Verzerrung, da die Zielunternehmen von Fonds nicht repräsentativ für das Gesamtensemble der Unternehmen sind, sondern hinsichtlich bestimmter Indikatoren eine Positivauswahl abbilden.

10 Als Prime Broker werden Investmentbanken bezeichnet, die Dienstleistungen für Hedge-Fonds erbringen.

dem Kapitalmarkt transparente Unternehmensdaten zur Verfügung, Ratingagenturen und Analysten bewerten die Unternehmen, Anteilseigner greifen aggressiv in Unternehmensstrukturen und -strategien ein („shareholder activism“).

Vertreter des letzteren Systems halten die externe Kapitalmarktkontrolle der internen Kontrolle in bankengetriebenen Systemen für weit überlegen. Die Steuerung und Kontrolle der Unternehmen durch die Kapitalmärkte führe zu effizienterer Verwendung investiver Mittel. Die Skandalfälle um Enron, Worldcom, Computer Associates und zahlreiche andere Fälle in den USA zeigen jedoch, dass externe Unternehmenskontrolle völlig versagen kann (Windolf 2003). Bilanzfälschungen in großem Maßstab, Vordatierungen von Aktienoptionen, Handel mit Insiderinformationen und weitere kriminelle Vorgehensweisen schädigten Unternehmen, Beschäftigte und Kleinanleger. Das kapitalmarktgetriebene System schafft starke Anreizstrukturen für kriminelles Managerverhalten und fördert einen extrem risikobereiten Managertyp mit großen Talenten, kurzfristige Maximalrenditen zu erzielen, und der zugleich gleichgültig ist gegenüber Produktion und Belegschaft, rigoros im Umstrukturieren des Unternehmens und orientiert auf extrem hohes eigenes Einkommen. Das kapitalmarktgetriebene System schafft somit selbst große Ineffizienzen.

Die Skandale in den USA veranlassten den amerikanischen Staat 2002, ein umfassendes Regulierungswerk von Bilanzierungs- und Kontrollvorschriften („Sarbanes-Oxley-Act“) zu verabschieden, um Bilanzbetrügereien zu unterbinden. Mit dem Argument, das Gesetz führe zu immenser Bürokratie und schädige die Wettbewerbsfähigkeit des amerikanischen Finanzsektors, versucht die amerikanische Wirtschaft seitdem, das Werk auszuhöhlen. Die amerikanische Geschichte ist reich an großen staatlichen Regulierungsprojekten (Kaufmann/Englander 1993). Sie zeigt, wie große Vorbehalte gegenüber ordnungspolitischen Eingriffen des Staates zu einer spiralförmigen Entwicklung führen: Weil staatliches Handeln zum rechten Zeitpunkt unterbleibt, potenzieren sich Fehlentwicklungen, die umso massivere Eingriffe erfordern können.

4.3 SYSTEMISCHE RISIKEN AN DEN FINANZ- UND KAPITALMÄRKTEN DURCH ALTERNATIVE INVESTMENTS

Der PE-Markt zeichnet sich historisch durch starke Auf- und Abwärtsbewegungen aus. Seit dem Aufschwung nach 2000 sind die Leverage-Grade in diesem Geschäft ständig gestiegen, vorangetrieben durch extrem niedrige Kapitalmarktzinsen und eine weltweit überbordende Liquidität an den Finanzmärkten. Johannes Huth, Europa-Chef der PE-Gesellschaft KKR, sprach von einer gefährlichen „Liquiditätsblase“ (Handelsblatt 29.11.06, S. 21). Niedrige Kapitalmarktzinsen bieten mehr Potenzial, die Eigenkapitalrendite über höhere Verschuldungen der Zielunternehmen zu steigern. Die Ratingagentur Standard & Poor's stellte eine historisch extreme Verschuldung der Zielunternehmen in PE-Beteiligungen im Jahre 2006 mit dem 5,8-Fachen des operativen Ergebnisses Ebitda (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) fest. Der entsprechende Wert lag 2002 nur bei dem 4,3-Fachen (Süddeutsche Zeitung 20.03.07, S. 26). PE-Gesellschaften konnten überhöhte Preise für Unternehmen bieten, was zu verstärktem Druck auf das operative Geschäft und die Arbeitsplätze führt. Strategische – also langfristig orientierte – Investoren konnten oft nicht mehr mit den von PE-Fonds gebotenen Preisen mithalten.

Die Geschäfte von PEF und HF trieben den Einsatz „innovativer“ Finanzmarktinstrumente massiv an, darunter Hochzinsanleihen, endfällige Schuldpapiere (PIK-Notes) und tausende unterschiedliche Kreditderivate, die selbst Experten nicht mehr durchschauen. Die jährlich außerhalb des streng regulierten Systems von Börsen und Banken gehandelten – und damit intransparenten – Kreditderivate erreichten teilweise ein Volumen von fast 30 Billionen \$ pro Jahr (Börsenzeitung 12.12.06, S. 17). Die Finanzinstrumente sind intensiv verkettet: Kredite, Kreditderivate, Derivate auf Derivate, Beteiligungen von Banken und Hedge-Fonds an den Derivate generierenden Institutionen. Bei größeren Ausfällen an einer Stelle können krisenproduzierende Dominoeffekte in den weltweiten Finanz- und Kapitalmärkten entstehen. Risikostreuung bedeutet in modernen Kapital- und Finanzmärkten zugleich Aufbau neuer systemischer Risiken. Investmentbanken, institutionelle Investoren, Regulie-

rungsbehörden und Zentralbanken haben wiederholt dieses Risiko thematisiert. Die Mitte 2007 entstandene Liquiditätskrise des Bankensystems war nur eine der möglichen Krisenformen.

Das Krisenpotenzial des Finanzsystems zeigte 1998 der Zusammenbruch des Hedge-Fonds LTCM. Ohne massives Eingreifen eines weltweiten Bankenkonsortiums unter Führung der amerikanischen Zentralbank wären Schockwellen durch die internationalen Finanz- und Kapitalmärkte gesandt worden (Voth 2007). Kapitalmarktakteure betonten einst, derartige Risiken könnten künftig nicht mehr entstehen, da die Prime Broker (vgl. FN 10) inzwischen ein effektives Risikomanagement betreiben würden. Nach den Ereignissen der Jahre 2006 und 2007 – Verluste des Hedge-Fonds Amaranth von 6,5 Mrd. \$ (Der Spiegel 39/2006), mehrere Zusammenbrüche und Schließungen größerer Hedge-Fonds – sind diese Stimmen weitgehend verstummt. Das Potenzial, massive Störungen an den internationalen Finanz- und Kapitalmärkten zu verursachen, mit erheblichen Folgen für die Realwirtschaft, hat sich durch die Entwicklung des Derivatemarktes eher noch vergrößert.¹¹ Hinzu kommt das zunehmend gleichgerichtete Verhalten der Fonds („herding“, „crowding“). Die intransparenten Vorgehensweisen der Fonds verhindern letztlich ein effektives Risikobegrenzungs-system.

4.4 ALTERNATIVE INVESTOREN ALS TRIEBKRÄFTE GESELLSCHAFTLICHER UNGLEICHHEIT

Die Aktivitäten der Alternativen Investoren wirken verstärkend auf gesellschaftliche Ungleichheit. Wesentliche Gewinnanteile des PE- und HF-Geschäftes vereinnahmen Fondsvertreter. Die „general partners“ von Hedge-Fonds können bis zu 50 % der erzielten *Gesamtrenditen* erzielen, die Manager von PE-Gesellschaften in der Regel 20 % des Gesamtgewinns („carried interest“) plus 2 % Gebühren.

¹¹ Derivate wie Futures, Zertifikate, Optionsscheine sowie Termingeschäfte oder Swaps arbeiten mit Basiswerten bzw. Kursen aus den Realwerten und schlagen bei der Bewegung dieser Basiswerte um ein Mehrfaches aus. Da die Realbewegungen hebelartig verstärkt werden, führt dies gegenüber den Realwerten zu größeren Gewinnen oder Verlusten. Bei Zusammenbrüchen können sich Krisen ebenfalls hebelartig verstärken.

Geschätzt wird, dass die PE-Gesellschaften in den Jahren 1996 bis 2006 insgesamt einen Gewinn von ca. 430 Mrd. \$ realisieren konnten und sich die Gewinnbeteiligung der Partner (wenige Personen) auf insgesamt etwa 86 Mrd. \$ belief (Frankfurter Allgemeine Zeitung 24.11.06, S. 25). Der Kapitalmarktexperte *R. Schmidt* sieht die großen Gewinne in diesem Markt vorwiegend bei den Gründern, Eigentümern und Managern der PE- und HF-Gesellschaften (Schmidt/Spindler 2007, Kap. B. V.4.). Erhebliche Einnahmen erzielen auch die externen Kooperationspartner der Fonds: Prime Broker, spezialisierte Rechtsanwaltskanzleien und Wirtschaftsberatungsgesellschaften. Die extrem hohen Einkommen der beteiligten Einzelpersonen führen zu starker Vermögenskonzentration.

Unter dem Einfluss des Kapitalmarktes machen die Managergehälter in Europa Jahr für Jahr Sprünge nach oben (Chahed/Müller 2006). Umgekehrt wird auf die Einkommen unterer und mittlerer Beschäftigtengruppen Druck ausgeübt, ihre Nettoeinkommen steigen kaum noch. Die Einkommensspreizung wächst kontinuierlich, die Armut unterer Schichten nimmt zu, ihre Bildungs- und Lebenschancen werden schlechter.

Alternative Investoren entwickeln hohes Interesse an privatisierten ehemaligen staatlichen Bereichen oder an Wirtschaftssektoren von großer öffentlicher Bedeutung, wie Medienunternehmen, TV-Kabelgesellschaften, Energie- und Wasserversorgung, Müllentsorgung und -recycling, Gesundheit und Wohnungsgesellschaften. Die Steuerung dieser Bereiche nach reinen Shareholder-Value-Prinzipien ist höchst problematisch. Eine Qualitätszeitung mit Spitzenrenditen zu betreiben, ist nicht möglich. *George Soros*, Gründer des Hedge-Fonds Quantum, beklagt den Rückgang von Qualität und Meinungsvielfalt in der amerikanischen Zeitungslandschaft durch die Einwirkung des Kapitalmarktes in den USA (Der Spiegel 47/2006, S. 94). Problematische Folgen der Beteiligungen von PE-Fonds sind in der deutschen Wohnungswirtschaft zu sehen: Investitionen werden reduziert, Mieten erhöht, die Wohnqualität sinkt, die städtebaulichen Gestaltungsspielräume der Kommunen schwinden.

5

Ansatzpunkte für die Regulierung Alternativer Investments

Die Schädigung von Unternehmen, Beschäftigten und Kleinanlegern sowie systemische Risiken durch HF und PEF werfen die Frage ihrer Regulierung auf. Bis Mitte 2007 sahen amerikanische und europäische Zentralbanken und Regulierungsbehörden hierzu keinen besonderen Bedarf (FSA 2005; FSA 2006; Deutsche Bundesbank 2005; ECB 2005; ECB 2006). Der europäische Binnenmarktkommissar *Charly McCreedy* warnte davor, die Hedge-Fonds „totzuregulieren“. Hedge-Fonds und Private Equity-Fonds hätten „den Märkten Liquidität gebracht, den Wert von Unternehmen gesteigert und Rationalisierung und Innovation in Konzernen unterstützt.“ (Financial Times Deutschland 20.02.07, S. 18) Mit der Finanzkrise 2007 haben sich jedoch die kritischen Stimmen verstärkt. Zugleich zeigte der in vielen Ländern bevorzugte Regulierungsansatz, die Fonds indirekt über die Regulierung der beteiligten und finanzierenden Banken (Prime Broker) zu kontrollieren, in der Finanzkrise des Sommers 2007 seine Grenzen.

Eine international zusammengesetzte Expertengruppe der Europäischen Sozialdemokratischen Partei befasste sich, ausgehend vom Europäischen Sozialmodell, mit den Risiken der Alternativen Investments und Regulierungsvorschlägen (PSE 2007). Sie formulierte drei Regulierungsziele:

- Die Abschaffung besonderer staatlicher Begünstigungen von Alternativen Investments;
- die Begrenzung der Möglichkeiten, Unternehmen Vermögen zu entziehen, insbesondere bei Investments mit kurzfristig orientierter Renditemaximierung;
- die Eindämmung von Auswüchsen und Marktstörungen: Intransparenz Alternativer Investments, hohe Verschuldung von Unternehmen, Umgehung/Verhinderung von Unternehmensstrategien mit Minderheitsanteilen, Verursachung von Marktstörungen durch die Fonds, extreme Managergehälter.

Kritische Experten schlagen folgende regulatorische Maßnahmen vor (so auch

Schmidt/Spindler 2007; Jarass/Obermair 2007; Voth 2007):

- Herstellung von Transparenz über Hedge-Fonds und Private Equity-Fonds durch umfassende Datenbereitstellung über Geschäfte, Finanzierungsstrukturen und Beteiligte;
- Einschränkung der Verschuldung von Unternehmen im Rahmen von Aufkäufen und Begrenzung des Leverage mittels definierter Orientierungsgrößen;
- Begrenzung der Möglichkeiten, Superdividenden (dividend recaps) auszuschütten und dafür Kredite aufzunehmen;
- Erschwerung von Beschlüssen auf Hauptversammlungen, die durch Minderheitsaktionäre herbeigeführt werden; Stimmrechtsvorteile bei längeren Haltefristen; Verschärfung von Regeln gegen „Acting in Concert“ (Absprachen zwischen Minderheitsaktionären, um faktisch eine Stimmblockbildung zu erzielen);
- Begrenzung der Möglichkeiten, Minderheitsaktionäre herausdrängen zu können („Squeeze Out“);
- Erschwerung der Möglichkeiten, feindlicher Unternehmensübernahmen;
- steuerliche Gestaltung: Keine Gewinnabzugsmöglichkeiten von Kreditkosten; höhere Steuern auf kurzfristige Engagements; Aufhebung der Steuervorteile bei Einkommen von Fondsmanagern („carried interest“) und bei Gewinnen der Managementfirmen der Fonds; Quellensteuern auf Renditen aus Beteiligungsverkäufen und aus Dividenden der Zielunternehmen; steuerliche Diskriminierung von Offshore-Geschäften und Offshore-Gesellschaften;
- stärkere Beschränkungen für Pensionsfonds und Versicherungsunternehmen, in Alternative Investments finanzieren zu können;
- kein Zugang der Alternativen Investments zu offenen Kleinanleger-Märkten (Retailing);
- Beschränkungen und Transparenz des Einsatzes derivativer Instrumente.

6

Fazit und Ausblick

Die weltweite Krise des Private Equity- und Hedge-Fonds-Marktes wird nicht zur Bedeutungslosigkeit der Fonds führen. Zahlreiche familiengeführte leistungsstar-

ke deutsche Klein- und Mittelunternehmen stehen in den nächsten Jahren vor dem Verkauf. Mit Blick auf die Konzentration aufs Kerngeschäft werden viele Unternehmen Bereiche abstoßen. Die Fonds zahlen hohe Preise. Auf der Anlegerseite nehmen die an Private Equity- und aktivistischen Hedge-Fonds interessierten institutionellen Anleger zu, obwohl Investitionen in diese Fonds schlechtere Renditen erzielen als Börsenindizes und obgleich eine höhere Performance der Zielunternehmen der Fonds gegenüber vergleichbaren Firmen nicht nachgewiesen ist. Zwar lassen sich keine zuverlässigen Aussagen über die Wirkung von PEF und aHF auf die Beschäftigungs- und Lohnentwicklung sowie Arbeitsbedingungen der Beschäftigten treffen. Die Auswertung von 180 Fällen durch die Hans-Böckler-Stiftung zeigt allerdings, dass die Fondsaktivitäten für die Beschäftigten überwiegend zu gravierenden Nachteilen führen. Zudem schädigen die Fonds

durch ihre massive Verschuldungsstrategie viele Unternehmen nachhaltig und treiben sie bei Wirtschafts- und Absatzeinbrüchen an den Rand der Insolvenz. Die Umstrukturierung der Unternehmen geschieht mit dem Ziel des Vermögensentzugs vor allem im finanziellen Bereich. Prozesse und Produkte verbessern die Fonds in den meisten Fällen kaum. Die Investitionsmittel der Fonds werden in der Regel nicht benötigt. Konzerne sind liquide, für Klein- und Mittelunternehmen sind andere Finanzierungsfirmen wie Mezzanines Kapital¹² oder Leasing attraktiver. Das Steuersystem könnte einbehaltene und reinvestierte Gewinne außerdem deutlich stärker fördern. Die Steuerbegünstigung der Fonds führt zu Fehlanreizen für die Fonds und zu beträchtlichen Einnahmeausfällen des Gemeinwesens. Für das Hauptgeschäft der PE-Investoren, das Leveraged Buy Out (LBO), lässt sich kein Bedarf in Deutschland feststellen. Demgegenüber fragen jun-

ge, neu gegründete Firmen durchaus Risikokapital bei PEF nach, aber dieses Geschäftsfeld hat für die Fonds sehr geringe Bedeutung. Da Private Equity trotz zweifelhafter ökonomischer Funktion Realität ist, sprechen sich kritische Experten für einen pragmatischen Regulierungsansatz aus und fordern die Beseitigung der Steuerprivilegierung und die Gleichstellung mit anderen Investoren (Jarass/Obermair 2007) sowie die Eindämmung der besonders schädlichen Folgen von PE- und HF-Geschäften über das Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht sowie über die Praxis der Aufsichtsbehörden (Schmidt/Spindler 2007).

¹² Zwischenform von Eigen- und Fremdkapital: nachrangiger als Fremdkapital, geringere Rechte als Eigenkapital.

LITERATUR

- Kearney, A. T.** (2006): Private Equity Creates Employment & Value, Düsseldorf
- Blome-Drees, J./Rang, R.** (2006): http://boeckler.de/pdf/mbf_finanzinvestoren_grohe.pdf
- Deutsche Bundesbank** (2005): Finanzstabilitätsbericht, November 2005, Frankfurt
- Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS)** (2007): Erwerb und Übernahme von Firmen durch Finanzinvestoren (insbesondere Private Equity-Gesellschaften) – Bericht zum Forschungsprojekt 3/06 für das Bundesministerium der Finanzen, Berlin/München
- Chahed, Y./Müller, H.-E.** (2006): Unternehmenserfolg und Managervergütung. Ein internationaler Vergleich, Düsseldorf
- Collingwood, H.** (2001): Vom Widersinn der Quartalsberichte, in: Harvard Business Manager 6, S. 77–86
- European Central Bank (ECB)** (2005): Large EU Banks' Exposures to Hedge Funds, November, Frankfurt
- European Central Bank (ECB)** (2006): Financial Stability Review, June, Frankfurt
- European Commission (EC)** (2006 a): Internal Market and Services DG, Developing European Private Equity, July, Brussels
- European Commission (EC)** (2006 b): Internal Market and Services DG, Managing, Servicing an Marketing Hedge Funds in Europe, June, Brussels
- Financial Services Authority (FSA)** (2005): Hedge Funds: A discussion of risk and regulatory engagement, Discussion Paper, June
- Financial Services Authority (FSA)** (2006): The Financial Services Authority, Private Equity: a discussion of risk and regulatory engagement, Discussion Paper, November
- Hackethal, A./Schmidt, R. H./Tyrell, M.** (2005): Banks and German Corporate Governance: On the way to a capital market-based system?, in: Corporate Governance – An International Review 3
- Hall, P. A./Soskice, D.** (2001): Varieties of Capitalism – The Institutional Foundations of Comparative Advantage, New York
- Hans-Böckler-Stiftung** (2007): http://www.boeckler.de/cps/rde/xchg/SID-3D0AB75D-871E238A/hbs/hs.xsl/396_48994.html
- Hornberg, K. W.** (2006): Hedgefonds – Gute Renditen durch Risikokontrolle und Verlustvermeidung, Wiesbaden
- Jarass, L./Obermair, G.** (2007): Steuerliche Aspekte von Private Equity und Hedge Fonds unter Berücksichtigung der Unternehmensteuerreform 2008, Gutachten im Auftrag der Hans-Böckler-Stiftung, Düsseldorf
- Kamp, L./Krieger, A.** (2005): Finanzinvestoren in Deutschland, Hans-Böckler-Stiftung, Düsseldorf
- Kaufmann, A./Englander, E. J.** (1993): Kohlberg Kravis Roberts & Co. and the Restructuring of American Capitalism, in: Business History Review 67, S. 52–97
- Kussmaul, H./Pfirmann, A./Tcherveniachki, V.** (2005): Leveraged Buyout am Beispiel der Friedrich Grohe AG, in: Der Betrieb 47, S. 2533–2540
- Massachusetts Institute of Technology (MIT)** (2001): Leverage and internal capital markets, in: Journal of Financial Economics, March
- Socialist Group in the European Parliament (PSE)** (2007): Hedge Funds and Private Equity – A critical Analysis, Brussels
- PriceWaterhouseCoopers (PWC)** (2005): Der Einfluss von Private Equity-Gesellschaften auf die Portfoliounternehmen und die deutsche Wirtschaft, München
- Rappaport, A.** (1999): Shareholder Value – Ein Handbuch für Manager und Investoren, Stuttgart
- Samuelson, P. A./Nordhaus, W. D.** (2005): Volkswirtschaftslehre, Landsberg am Lech
- Schneider, U. H.** (2006): Alternative Geldgeber oder Eigenkapitalräuber? Die sieben Halbwahrheiten über die „neuen Investoren“, in: Die Aktiengesellschaft 16, S. 577–580
- Schmidt, R. H./Spindler, G.** (2007): Notwendigkeiten und Möglichkeiten der Regulierung von Private Equity-Gesellschaften und Hedge-Fonds, Gutachten für die Hans-Böckler-Stiftung, Düsseldorf (im Erscheinen)
- Seifert, W.** (2007): Invasion der Heuschrecken, Berlin
- Stiglitz, J. E.** (2004): Die Schatten der Globalisierung, München
- Voth, J.** (2007): Transparenz und Fairness auf einem Einheitlichen Europäischen Kapitalmarkt, Gutachten im Auftrag der Hans-Böckler-Stiftung, Düsseldorf
- Windolf, P.** (2003): Korruption, Betrug und ‚Corporate Governance‘ in den USA, Anmerkungen zu Enron, in: Leviathan 4, S. 185–218
- Windolf, P. (Hrsg.)** (2005): Finanzmarktkapitalismus, Analysen zum Wandel von Produktionsregimen, Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie, Sonderheft 45, Wiesbaden