

Übernahme durch Finanzinvestoren

Übernahme durch Finanzinvestoren
Handlungshilfe für Betriebsräte und Vertrauensleute
Rudi Rupp
2017, 143 Seiten
Herausgeber: IG Metall FB Betriebspolitik



■ Beschreibung

Diese Broschüre soll dazu beitragen, dass Betriebsräte und Arbeitnehmervertreter in Aufsichtsräten der von Übernahmen betroffenen Unternehmen in die Lage versetzt werden, sich bestmöglich mit der Situation auseinanderzusetzen und sich aktiv in den Prozess der Unternehmensübernahme einzumischen - sei es mit dem Ziel der Verhinderung eines unerwünschten Finanzinvestors oder bei der Auswahl eines möglichst geeigneten Investors. Allerdings will und kann diese Broschüre nicht die unbedingt erforderliche fachliche Unterstützung durch betriebswirtschaftliche und juristische Berater und durch die Gewerkschaft ersetzen.

Jörg Hofmann
Erster Vorsitzender der IG Metall

■ Vorwort

Liebe Kolleginnen und Kollegen,

eine gut funktionierende Mitbestimmung ist die Grundvoraussetzung für eine erfolgreiche Interessenpolitik im Sinne der Beschäftigten. Unsere Leitlinie ist, das Arbeitsleben der Beschäftigten sicher, gerecht und selbstbestimmt zu gestalten.

Unsere gemeinsame Aufgabe als Metallerinnen und Metaller ist es deshalb, anstehende Veränderungen vom Betrieb her zu denken. Sonst bestimmen Politiker, Wissenschaftler und vor allem die Arbeitgeber, wo, wie und wann in Zukunft gearbeitet wird.

Die Beschäftigten wünschen sich gute und sichere Arbeit. Betriebliche Interessenvertretung braucht dafür gewerkschaftlich organisierte und selbstbewusst handelnde Belegschaften. Deshalb setzen wir auf aktive Einbeziehung und Mitwirkung der Beschäftigten. Nur dann können sich die vielfältigen Handlungsoptionen in der täglichen Betriebsratsarbeit voll entfalten.

Auf Vertrauensleute und Betriebsräte kommen zunehmend neue Herausforderungen und zusätzliche Aufgaben zu. Viele Branchen stehen vor einer grundlegenden Transformation, womit nicht nur die Digitalisierung gemeint ist. So ergeben sich auch Auswirkungen auf die Finanzierungsstruktur und Kapitalbeschaffung von Unternehmen.

Die nachhaltige Sicherung von Arbeitsplätzen und des Unternehmensfortbestandes basiert auf einer soliden Unternehmensfinanzierung. Restriktive Kreditvergaben durch Banken führen zu einer wachsenden Bedeutung alternativer Formen der Unternehmensfinanzierung u.a. durch Finanzinvestoren. Diese Form der Unternehmensfinanzierung birgt eigene Risiken.

Mit der vorliegenden Broschüre möchten wir über Ansatzpunkte informieren, wie sich Arbeitnehmerverteter beteiligen und potentielle Risiken erkennen können. Zugleich werden Strategien aufgezeigt, wie mit aktiver Information und Mitbestimmung gegen- gesteuert werden kann.

Daneben brauchen Betriebsräte und Vertrauensleute für ihre tägliche Arbeit ein solides Grundwissen über gesetzliche Bestimmungen und entsprechende Handlungsmöglichkeiten. Dafür steht ein breit gefächertes Qualifizierungsangebot der IG Metall zur Verfügung.

Jörg Hofmann
Erster Vorsitzender der IG Metall

■ Inhaltsverzeichnis

Vorwort

Abkürzungsverzeichnis

Literaturverzeichnis

Einleitung

1. Bedeutung von Finanzinvestoren für die deutsche Wirtschaft

2. Die wichtigsten Arten von Finanzinvestoren und deren Geschäftsmodell

2.1. Arten von Finanzinvestoren

- 2.1.1. Private Equity-Gesellschaften (PEG)
- 2.1.2. Hedgefonds
- 2.1.3. Mittelständische Beteiligungsgesellschaften
- 2.1.4. Zwischenergebnis

2.2. Das Geschäftsmodell der Finanzinvestoren und daraus resultierende Probleme

- 2.2.1. Finanzinvestoren als Kapitalsammelstellen
- 2.2.2. Die gesellschaftsrechtliche Konstruktion
- 2.2.3. Weitgehende Fremdfinanzierung des Kaufpreises – Nutzung des Leverage-Effekts und des Tax-Shields
- 2.2.4. Übertragung der Schulden des Investors auf die Zielgesellschaft durch Umwandlung
- 2.2.5. Exitstrategie der Finanzinvestoren
- 2.2.6. Typische Auswirkungen fremdfinanzierter Unternehmenskäufe
 - 2.2.6.1 Rekapitalisierung
 - 2.2.6.2 Kreditvereinbarungsklauseln (Convenants)
 - 2.2.6.3 Verringerung des Cashflow
 - 2.2.6.4 Ergebnisverschlechterung durch Abschreibung des Firmenwerts (goodwill)
 - 2.2.6.5 Ergebnisverschlechterung durch Belastung mit Konzernumlagen/ Management-Fee

2.3. Auswirkungen der Finanzmarktregulierung auf die Unternehmensfinanzierung und das Geschäftsmodell der Finanzinvestoren

- 2.3.1. Regulierung des Bankensektors
- 2.3.2. Stärkere Regulierung von Finanzinvestoren durch das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB)
 - 2.3.2.1 Höhere Transparenzanforderungen
 - 2.3.2.2 Managervergütung
 - 2.3.2.3 Regulierung der Fonds-Manager durch KAGB
 - 2.3.2.4 Befristetes Verbot der Zerschlagung des Unternehmens
 - 2.3.2.5 Mitteilungspflichten nach KAGB
 - 2.3.2.6 Gewerkschaftliche Kritik

2.3.2.7 Aussichten

3. Möglichkeiten der Übernahme eines Unternehmens

3.1. Der Unternehmenskauf-ein Prozess mit mehreren Phasen

3.2. Möglichkeiten des Unternehmenserwerbs

3.2.1. Asset-Deal

3.2.2. Share-Deal

3.2.3. Die wichtigsten Unterscheidungsmerkmale zwischen Asset- und Share-Deal

3.2.4. Übernahme börsennotierter Unternehmen

4. Wie erfahren Betriebsrat und Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat von Übernahmeabsichten von Finanzinvestoren?

5. Wie sollen/können sich Betriebsrat und Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat verhalten?

5.1. Sich umfassend über den Finanzinvestor und dessen Absichten informieren

5.2. Sich umfassend über die wirtschaftliche und finanzielle Situation des eigenen Unternehmens und die Absichten der Gesellschafter und der Geschäftsführung klar werden

5.2.1. Wirtschaftliche und finanzielle Situation des eigenen Unternehmens

5.2.2. Absichten der Gesellschafter

5.2.3. Absichten des Geschäftsführungorgans

5.3. Die eigene Position bestimmen

5.3.1. Ablehnende Haltung

5.3.2. Zustimmung unter bestimmten Bedingungen

5.3.3. Bedingungslose Zustimmung

5.4. Strategien zur Durchsetzung der eigenen Position

5.4.1. Unterstützung durch Gewerkschaft und externe Sachverständige sichern

5.4.2. Beteiligungsrechte prüfen

5.4.3. Bündnispartner gewinnen

5.4.4. Öffentlichkeit herstellen

5.5. Entsprechende Aktivitäten planen und durchführen

5.6. Umgang mit der Verschwiegenheitspflicht

5.6.1. Die Verschwiegenheitspflicht der Mitglieder der Gremien der betrieblichen Mitbestimmung

5.6.2. Verschwiegenheitspflicht der Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat

6. Auswirkungen von Unternehmensübernahmen durch Finanzinvestoren

6.1. Beschäftigungswirkung

6.2. Beispiele von Unternehmensübernahmen durch Finanzinvestoren

6.3. Einflussfaktoren

7. Ausblick

7.1. »Besser statt billiger« - neue Betriebsratsstrategien im Kampf gegen Verschlechterung der Arbeitsbedingungen

7.2. Änderung der Rahmenbedingungen für Finanzinvestoren durch das KAGB sind unzureichend

8. Anlagen

8.1. Anlage 1: Glossar

8.2. Anlage 2: Die wichtigsten Übernahmen durch Finanzinvestoren in Deutschland

8.3. Anlage 3: Überblick über die wichtigsten Finanzinvestoren in Deutschland

Stichwortverzeichnis

Wichtiger Hinweis

■ Leseprobe

1.2 Hedgefonds

Ursprüngliche Bedeutung von Hedgefonds

Die Bezeichnung Hedgefonds ist ein unscharfer Sammelbegriff für private, speziell gemanagte Investmentgesellschaften. Ursprünglich wurden Hedgefonds zur Absicherung unabwägbarer Risiken, z. B. aufgrund von Währungs- oder Rohstoffpreisschwankungen, gegründet. Aus dieser Zeit stammt auch die Bezeichnung Hedgefonds. Sie stammt aus dem Englischen to hedge und bedeutet absichern, sich schützen (Kamp/Krieger, 2005, S.27).

Heutige Bedeutung

Heute sind Hedgefonds eigenständige Anlageinstrumente mit sehr unterschiedlichen Anlagestrategien und Risikoprofilen. Grundsätzliches Ziel von Hedgefonds ist es, sowohl bei steigenden als auch bei fallenden Devisen-, Aktien-, Anleihen- und Rohstoffmärkten durch Ausnutzen der Preisschwankungen Gewinne zu erzielen. Insofern beinhaltet das *Geschäftsmodell der Hedgefonds* ein stark spekulatives Moment, das entsprechende Risiken birgt.

Aktivistische Hedgefonds wurden in Deutschland erst seit Anfang 2004 unter bestimmten Auflagen nach dem Investment-Gesetz zugelassen. Sie gelten als AIFM nach dem KAGB und unterliegen - wie PEG - der Finanzaufsicht der BaFin. Es gelten die umfassenden Berichts- und Transparenzvorschriften sowie die Regelungen zur Managervergütung.

Wie die Fonds der PEG sind die aktivistischen Hedgefonds als Limited Partners-hip«-vergleichbar der deutschen GmbH & Co. KG - organisiert. Die Anleger beteiligen sich als »Limited Partner« (Kommanditisten) am Hedgefonds und haften nur mit ihrer Einlage. Das Management ist mit durchschnittlich 9% an seinen Hedgefonds beteiligt (www.bvai.de/fileadmin/PDF/FactSheet-Hedgefonds.pdf). Die Managementgebühren betragen in der Regel 2% des Anlagebetrags - ein für Investmentfonds sehr hoher Wert-; außerdem ist der Hedgefonds am erwirtschafteten Gewinn beteiligt (20%-40%).

Sitz der Hedgefonds

Um den strengen Regularien für Investmentfonds zu entgehen, lassen sich die Hedgefonds vor allem in der Karibik (Bahamas, Kaiman-Inseln), den britischen Kanalinseln oder Gibraltar registrieren (Kamp/Krieger, 2005, S.29). Mit Einführung des KAGB im Jahr 2013 müssen alle Hedgefonds (auch solche mit Sitz außerhalb der EU) eine Zulassung nach KAGB beantragen, um auf dem deutschen Markt tätig zu werden. Sie fallen damit unter die regulatorischen Bestimmung des KAGB. Die meisten Einschränkungen gelten aber nur für Fondsprodukte für private Anleger.

Die größten Hedgefonds weltweit

Ende 2016 verwalteten Hedgefonds weltweit über 3.000 Mrd. US-\$. Die fünf größten weltweit agierenden Hedgefonds sind (in Klammer: verwaltetes Vermögen in Mrd. US-\$): Millennium Partners (181,5 Mrd. US-\$), Citadel Global Fixed Income Master Fund (80 Mrd. US-\$), Black River Firv Oppertunity Master Fund (63 Mrd. US-\$), Bluecrest Capital International

Master Fund (50,2 Mrd. US-\$), Adage Capital Management (48,2 Mrd. US-\$). Alle Angaben lt. Manager Magazin v. 17.4.20 (<http://www.manager-magazine.de/koepfe/die-groessten-hedgefonds-millennium-citadel-adage-bluecrest-a-1054407-5.html>).

Die größten Hedgefonds europaweit

Die größten europäischen Hedgefonds sind: MAN Investments (34,1 Mrd. US-\$), Blackrock (34 Mrd. US-\$), Brevan Howard (32,1 Mrd. US-\$), Blue Crest Capital Management (26,8Mrd. US-\$) und Winton Capital Management (22,4 Mrd. US-\$) Alle Angaben lt. Private Banking Magazin (<http://www.private-banking-magazin.de/die-groessten-hedge-fonds-gesellschaften-europas-1315041322>).---

Anlagestrategien der Hedgefonds

Die wesentlichen *Anlagestrategien von Hedgefonds* lassen sich folgendermaßen charakterisieren (*Kamp/Krieger*, 2005, S. 28 f.):

Spekulationsgeschäfte

Arbitragegeschäfte: Hedgefonds kaufen entweder unterbewertete Wertpapiere, Devisen oder Rohstoffe mit Kurssteigerungspotenzial in der Erwartung, sie zu einem späteren Zeitpunkt mit Gewinn wieder verkaufen zu können (so genannten Long Position). Oder sie leihen sich überbewertete Wertpapiere, Devisen oder Rohstoffe gegen Zahlung einer Leihgebühr und verkaufen sie sofort an andere Marktteilnehmer (so genannte Short-Position oder Leerverkäufe, da der Hedgefonds als Verkäufer nicht der Eigentümer ist) in der Erwartung, dass bis zum Zeitpunkt der vereinbarten Rückgabe der geliehenen Vermögensgegenstände der Preis gefallen sein wird und der Hedgefonds die geliehenen Vermögensgegenstände zu einem niedrigeren Preis am Markt kaufen und an den Entleiher zurückgeben kann. Die Differenz zwischen hohem Verkaufs- und niedrigem Einkaufspreis nennt man Arbitragegewinn. Geht diese Strategie nicht auf- wie zuletzt 2008 bei der VW-Aktie - können je nach Umfang der Spekulation Verluste in Milliardenhöhe eintreten. Zwischenzeitlich hatte die Finanzaufsicht BaFin ungedeckte Leerverkäufe in Aktien von Finanzinstituten und Staatsanleihen aus Euro-Ländern verboten. Das Verbot galt auch für ungedeckte Credit Default Swaps (CDS), also Kreditausfallversicherungen ohne reale Grundlage. Dieses Verbot wurde zwischenzeitlich wieder aufgehoben. Seit 2012 hat die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) die Befugnis erhalten, Leerverkäufe zu verbieten. Es besteht eine Anzeigepflicht bei Leerverkäufen bei den zuständigen Behörden (in Deutschland bei der BaFin), wenn bestimmte Schwellenwerte erreicht bzw. überschritten werden: Meldepflichtig sind Nettoleerverkaufspositionen in Aktien oder öffentliche Schuldscheintitel, die an einem Handelsplatz in der EU gehandelt werden, wenn sie 0,2% oder mehr des ausgegebenen Kapitals an Aktien oder Schuldscheinen betragen; sie sind im Bundesanzeiger veröffentlichungspflichtig, wenn sie 0,5% oder mehr betragen (EU-LeerverkaufsVO).

Beispiel: Spekulation auf das britische Pfund

Werden solche Strategien in großem Stil verfolgt, wie etwa die Spekulation des Hedgefonds Quantum gegen das britische Pfund im Jahre 1992, so kann dies erhebliche negative Auswirkungen auf eine ganze Volkswirtschaft haben. In der Einschätzung, dass der Wechselkurs des

britischen Pfunds aufgrund von Interventionen der Notenbank künstlich hoch gehalten wurde, ließ sich der Hedgefonds 10 Mrd. Britische Pfund und verkaufte diese am Devisenmarkt, worauf der Wechselkurs stark fiel, weil die Notenbank bei dieser Summe nicht mehr wirksam intervenieren konnte. Nachdem der Kurs gefallen war, kaufte der Hedgefonds die Währung zurück und erzielte dabei einen Gewinn von 1 Mrd. britische Pfund. Die britische Währung musste daraufhin aus dem europäischen Währungsverbund ausscheiden, mit all seinen negativen volkswirtschaftlichen Auswirkungen (Kamp/Krieger 2005, S.33).

Sanierung und/ oder Zerschlagung

Ereignisorientierte Strategie (Event-driven): Aktivistische Hedgefonds investieren in Unternehmen, die sich in einer Krise befinden. Entweder erwirbt der Hedgefonds Gesellschaftsanteile, um sie nach erfolgreicher Sanierung oder Zerschlagung wieder mit Gewinn zu veräußern. Auch für Hedgefonds gilt das Zerschlagungsverbot (Asset-Stripping) des KAGB innerhalb der ersten 24 Monate nach Kontrollerwerb. Oder der Hedgefonds vergibt Kredite, die das Unternehmen wegen des hohen Rückzahlungsrisikos hoch verzinsen muss (distressed investing).

Merger-Arbitrage

Aktivistische Hedgefonds kaufen so lange Aktien von Unternehmen, die als Übernahmekandidaten gehandelt werden, wie der Aktienkurs unter dem vermutlicher Tauschangebot des Übernehmers liegt. Geht die Strategie auf, kann der Hedgefonds bei Vollzug der Übernahme einen Gewinn in Höhe der Differenz zwischen eigenem Kaufpreis und dem Tauschkurs erzielen (merger-arbitrage).

Debt-Equity-Swap

Aktivistische Hedgefonds kaufen Kredite notleidender Unternehmen mit einem hohen Abschlag von Banken auf und wandeln die Kredite dann in Eigenkapital um (Debt-Equity-Swap). Nach dem Gesetz über die Erleichterung der Sanierung von Unternehmen ist dies seit 2011 auch gegen den Willen der Alt-Gesellschafter im Rahmen eines Insolvenzverfahrens möglich. Meist gelingt es ihnen dann, im nächsten Schritt die Alt-Gesellschafter aus dem Unternehmen zu drängen und dann eine Sanierung nach ihren Vorstellungen durchzuführen. Das neue Insolvenzrecht erleichtert ihnen dabei den Abbau von Personal und die Verschlechterung von in Betriebsvereinbarungen geregelten Arbeitsbedingungen. Nach spätestens zwei bis drei Jahren werden die so sanierten Unternehmen wieder verkauft. Unterschiede zwischen PEG und Hedgefonds betreffen hier vor allem die Haltedauer des Investments.

Hohes Risiko

Allerdings sind aktivistische Hedgefonds auch für deren Anleger eine *riskante Kapitalanlage*. Voth weist darauf hin, dass »bereits im ersten Jahr 2-4 Prozent aller Fonds wieder ihre Tore (schließen) - zumeist geben sie wegen hoher Verluste der Investoren das Restkapital zurück. Nach dem ersten Jahr steigen die Schließungszahlen rapide an. Im Durchschnitt geben pro Jahr 5-8 Prozent aller Hedgefonds auf. Kumuliert sind nach fünf Jahren nur noch 58 Prozent aller aufgelegten Fonds aktiv, während 42 Prozent geschlossen und aufgelöst wurden. Das Problem ist besonders schlagend für kleinere Fonds (unter \$ 150 Mio. Mittel)« (Voth, 2007, S. 16).

Im Rahmen dieser ereignisorientierten Strategien treten Hedgefonds in direkte Konkurrenz zu den PEG (Böttger, 2005, S. 76f.).

In der Anlage 2 sind die wichtigsten Unternehmensübernahmen durch PEG aktivistische Hedgefonds in Deutschland seit 1997 in chronologischer Reihenfolge dargestellt.

■ Stichwortverzeichnis

A

Abwehrstrategien
Acting in Concert
Aktienrückkaufprogramme
Anlagestrategien
Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat
Arbitragegeschäfte
Arbitragegewinn
Asset-Deal
Asset Stripping
Ausschluss betriebsbedingter Kündigungen

B

Bedeutung von Finanzinvestoren
Besicherung der Kaufpreisfinanzierung
Beteiligungsrechte des Betriebsrats
Betriebsänderung
Betriebs-Navigator
Betriebsrat
Betriebsratsstrategien
Betriebsübergang
Betriebs- und Geschäftsgeheimnisse
Börsengang
Buy Out

C

Captive Funds
Carried Interest
Change of Control-Klausel
Chinesische Staatsfonds
Co-Investments
Credit Default Swaps

D

Dachfonds
De-Listing
Debt-Equity-Swap
Distressed Deals
Downstream Merger
Due Diligence
Durchsetzungsstrategien

E

Early-Stage
Equity Guide
Ereignisorientierte Strategie
Ergebnisverschlechterung durch Abschreibung des Firmenwerts

Ergebnisverschlechterung durch Belastung mit Konzernumlagen/Management-Fee
Exitkanäle
Exit-Strategie

F

Feindliche Übernahme
Finanzierungsphasen von Unternehmen
Finanzmarktkrise
Finanzmarktregulierung
Firmenwert
Fund of Funds
Fundraising

G

Geier-Fonds
Geschäftsmodell der Finanzinvestoren
Giftpillen
Growth

H

Hedgefonds
Hinzuziehung von externen Sachverständigen
Hurdle-Rate

I

Impairment-Test
Independent Funds
Informationsweitergabe
Initial Public Offering
Insiderrecht
Investitionsschwerpunkte
Investitionszusagen
Investorenvereinbarung
Investorenvertrag

K

Kapitalerhaltungsgrundsatz
Kreditvereinbarungsklauseln

L

Leerverkäufe
Leveraged Buy Out
Leverage-Effekt

M

Management Buy In
Management Buy Out
Managervergütung
Mega-Deals
Merger-Arbitrage
Merger-Buy-Out
Mindestkatalog erforderlicher Unterlagen
Mitbestimmung im Aufsichtsrat
Mitteilungspflichten
Mittelständische Beteiligungsgesellschaften

N

Nachhaltigkeitsorientierung
Neutralitätspflicht

O

Öffentliches Angebot

P

Paketkauf
Patentrechtsverletzungen
Private Debt Funds
Private Equity Fonds
Private Equity-Gesellschaften
Private Equity Monitoring der Hans-Böckler-Stiftung

R

Rahmenbedingungen für Finanzinvestoren
Rechtzeitige Unterrichtung
Regulierung der Fonds-Manager
Regulierung von Finanzinvestoren durch das Kapitalanlagegesetzbuch
Rekapitalisierung
Risikobegrenzungsgesetz

S

Sanierungsbefreiung
Seed
Share-Deal
Shareholder-Value-Ansatz
Sicherung der Tarifbindung

Sonderausschüttung
Spin Offs
Staatsfonds
Standortgarantie
Standort- und Beschäftigungssicherungsvereinbarungen
Start-Ups

T

Tariflicher Sozialplan
Tax-Shield
Technologietransfer
Trade Sale
Transparenzanforderungen

U

Übernahmeangebot
Unbedenklichkeitsbescheinigung
Unternehmenskauf
Unternehmensprofil
Unternehmensprüfung
Unternehmensrating
Unternehmenssanierung

V

Venture Capital
Verhinderung einer Übernahme
Verkaufsmotive
Verringerung des Cashflow
Verschwiegenheitspflicht
Verzichtsforderungen
Vetorecht bei der Übernahme strategisch bedeutsamer deutscher Unternehmen
Vor- und Nachteile

W

Wachstumsfinanzierung
Weißer Ritter
Werthaltigkeitstest
Wirtschaftsausschuss

Z

Zinsschranke

Dieses Dokument wurde von der forba Partnerschaft herausgegeben. Es stellt einen Auszug aus einer forba-Veröffentlichung dar und soll einen Überblick über die Veröffentlichung vermitteln.

Für weitere Informationen wenden Sie sich bitte direkt an forba:

forba Partnerschaft

Dominicusstraße 3
10823 Berlin

Tel.: 030 - 78 00 86 - 0

Fax: 030 - 78 00 86 - 19

Web: www.forba.de

E-Mail: forba@forba.de

Diesen Artikel können Sie auch direkt herunterladen unter

<https://www.forba.de/veroeffentlichungen/uebernahme-durch-finanzinvestoren.pdf>