

# Der Staat als Investor in Private Equity

Zur Verfassungsmäßigkeit einer Beteiligung der öffentlichen Hand an kreditfinanzierten  
Unternehmensübernahmen

Bearbeitet von  
Martin Borning

1. Auflage 2012. Buch. XV, 288 S. Hardcover

ISBN 978 3 631 63254 3

Format (B x L): 14,8 x 21 cm

Gewicht: 490 g

[Recht > Handelsrecht, Wirtschaftsrecht > Unternehmensrecht](#)

schnell und portofrei erhältlich bei

  
DIE FACHBUCHHANDLUNG

Die Online-Fachbuchhandlung [beck-shop.de](#) ist spezialisiert auf Fachbücher, insbesondere Recht, Steuern und Wirtschaft. Im Sortiment finden Sie alle Medien (Bücher, Zeitschriften, CDs, eBooks, etc.) aller Verlage. Ergänzt wird das Programm durch Services wie Neuerscheinungsdienst oder Zusammenstellungen von Büchern zu Sonderpreisen. Der Shop führt mehr als 8 Millionen Produkte.

Martin Borning

# Der Staat als Investor in Private Equity

LESEPROBE



PETER LANG  
Internationaler Verlag der Wissenschaften

# Einleitung

Im Frühjahr 2007 beteiligte sich die Volksrepublik China mit drei Milliarden US-Dollar an Blackstone, einer der größten Kapitalbeteiligungsgesellschaften der Welt. Damit beteiligte sich erstmalig ein Staat öffentlich und unmittelbar an einem der größten privaten Akteure auf den internationalen Finanzmärkten. Gleichzeitig erreichte in Deutschland die Debatte über die Bedrohung der Wirtschaft durch Hedge-Fonds, Staatsfonds und Kapitalbeteiligungsgesellschaften einen neuen Höhepunkt. Diese großen Akteure auf den Finanzmärkten wurden von den deutschen Medien in diesem Zusammenhang gern schlagwortartig als „Heuschrecken“ bezeichnet. Damit wurde ein Bild von Investoren gezeichnet, die mit großen Geldsummen über die deutsche Wirtschaft hereinfallen, große und wertvolle Unternehmen aufkaufen, und diese, nachdem sie jeglichen erzielbaren Gewinn aus diesen Unternehmen gezogen haben, ohne nennenswerte Substanz zurücklassen würden. Kapitalbeteiligungsgesellschaften wie Blackstone, für die Investitionen in Private Equity zum Tagesgeschäft gehören, zählten zu diesen „Heuschrecken“. Die Beteiligung Chinas an dieser Gesellschaft warf die Frage auf, ob sich nicht auch der deutsche Staat an solchen „Heuschrecken“ beteiligen könnte, oder sich sogar deren Geschäftsmodell mit Investitionen in Private Equity in einer eigenen Gesellschaft zunutze machen kann.

Das schlechte Bild von Private Equity, welches in der Öffentlichkeit aufgrund dieser Heuschreckendebatte besteht, mag den Gedanken einer Beteiligung der deutschen öffentlichen Hand an solchen Transaktionen zunächst abwegig erscheinen lassen. Private Equity Investitionen sind auf den internationalen Finanzmärkten jedoch alltägliche Vorgänge, die ihren schlechten Ruf in der Öffentlichkeit nicht verdient haben. Dass Private Equity dennoch vielen Menschen als eine Erscheinung der Finanzmärkte suspekt ist, ist vor allem darauf zurück zu führen, dass die Transaktionen auf den Finanzmärkten für den Laien schon seit vielen Jahrzehnten nicht mehr nachvollziehbar und unverständlich sind. Diese problematische Tendenz hat sich in den letzten Jahren noch verstärkt. Nach dem Ende des kalten Krieges hat mit dem Beginn der weltweiten medialen Vernetzung vor etwa zwanzig Jahren der bislang größte Globalisierungsschub in der Geschichte der Menschheit eingesetzt. Die neuen Möglichkeiten, per Mausclick Informationen vom anderen Ende der Welt abzurufen, wurden von großen Wirtschaftsunternehmen schnell erkannt und gewinnbringend eingesetzt.

Von dieser grenzübergreifenden Kommunikation haben vor allem die Finanzmärkte profitiert. Hinzu kommt der rasante technische Fortschritt der Computer- und Telekommunikationsindustrie, der es erlaubt, immer größere Datenmengen

in immer kürzerer Zeit zu empfangen, zu verarbeiten und zu versenden. Riesige Geldsummen werden heute in Sekundenbruchteilen um den ganzen Globus transferiert, und zwar 24 Stunden am Tag. So ist ein globaler Informations- und Finanzfluss entstanden, der von einzelnen Staaten nicht mehr wirksam kontrolliert oder gar beherrscht werden kann. In diesem virtuellen globalen Raum der Finanzmärkte ist das Geld dem Zugriff des Staates entzogen. Nicht zuletzt auch deshalb hat sich die Finanzwelt diesen Raum überhaupt geschaffen. Ohne wirkliche staatliche Einflussnahme konnte sich dort ein zügelloser Kapitalismus entfalten, der dem individuellen Streben nach Gewinnen kaum noch Grenzen setzt. Dies führte zum Einsatz bisher unerhörter Geldmengen, zu fantastischen Gewinnen, aber auch zu spektakulären Verlusten.

Mit der Finanzkrise der Jahre 2007/2008 brach diese Welt für kurze Zeit zusammen, und der ganzen Welt wurde vor Augen geführt, welche Risiken die Aktivitäten der Finanzwelt für die bezeichnenderweise sogenannte „Realwirtschaft“ bergen können. Die schwere Wirtschaftskrise der Jahre 2008/2009 führte deshalb zu internationalen Anstrengungen der Politik, die Finanzmärkte besser zu überwachen und zu regulieren. Mit großen Geldsummen mussten viele Staaten ihre einheimischen Banken vor dem Zusammenbruch bewahren und so für die jahrelange Vernachlässigung der Kontrolle der Finanzmärkte zahlen. Auch für Investoren in Private Equity war mit der Finanzkrise der große Aufschwung der ersten Jahre nach der Jahrtausendwende vorbei. Mitunter war es auch bei diesen Investoren zuvor im Rahmen des allgemeinen zügellosen Gewinnstrebens dazu gekommen, dass sie das grundsätzlich solide Geschäftsmodell von Private Equity zugunsten von kurzfristigen Unternehmenskäufen aufgaben, um durch die Zerlegung des Unternehmens und den Verkauf seiner wertvollsten Bestandteile schnelle und beachtliche Gewinne zu erzielen, und so ihre Rendite zu steigern.

Von solchen Exzessen, die mit seriösen Private Equity Investitionen nichts gemein haben, rührt das öffentliche Bild von Kapitalbeteiligungsgesellschaften her. Soweit im Folgenden aber von staatlichen Investitionen in Private Equity die Rede ist, sind derartige Geschäfte begrifflich ausgeschlossen. Denn der Staat kann nur als vernünftiger und für das Gemeinwohl verantwortlicher Investor in Private Equity investieren. Diesen Investitionen hängt damit nicht der Makel möglicher Exzesse an. Das Geschäftsmodell von Private Equity ist solide. Die Frage, inwieweit der Staat sich dieses Geschäftsmodell zur Mehrung seines Vermögens zunutze machen kann, ist dabei von großer praktischer Bedeutung. Private Equity ermöglicht grundsätzlich die Erzielung einer deutlich höheren Rendite als Investitionen in Wertpapiere. Dies ist auch nach dem Einsetzen der Finanz- und Wirtschaftskrise weiterhin der Fall. Lediglich die Größenordnung der Übernahmen hat sich verringert.

Private Equity bleibt somit für Investoren interessant und damit potenziell auch für den Staat, denn dieser ist mehr denn je auf die Stärkung seiner Finanzlage angewiesen. Die Finanzmittel des Staates rühren in erster Linie aus den Steuern der Bürger und der einheimischen Wirtschaftsunternehmen her. Die Finanzunternehmen haben sich dabei dank der Globalisierung bereits so gut es geht den Zugriffsversuchen des Staates auf ihre Gewinne entzogen. Aber auch die übrigen Wirtschaftsunternehmen sind in der globalisierten Wirtschaftswelt nicht mehr auf bestimmte Standorte angewiesen und können zumindest mittelfristig über die Staatsgrenze in andere Länder mit günstigeren steuerlichen Konditionen abwandern. Daher ist der Staat gezwungen, die steuerliche Belastung der Unternehmer vergleichsweise gering zu halten. Gleichzeitig ist der Staat aber gehalten, hohe Ausgaben zu tätigen: für die Bürger, v.a. Sozialausgaben, aber auch ganz allgemeine Ausgaben, die auch der Wirtschaft zugutekommen, z.B. Infrastrukturmaßnahmen. Der Staat braucht mithin viel Geld, um den Wirtschaftsstandort attraktiv zu halten, und um den Bürgern ein menschenwürdiges Leben zu erlauben. An dieser Stelle gilt es anzusetzen und zu untersuchen, inwiefern der Staat sich die Geschäftsmodelle der Finanzwirtschaft zu eigen machen kann, um notwendige Finanzmittel zu erwirtschaften

In der nachstehenden Untersuchung soll deshalb der verfassungsrechtliche Rahmen beleuchtet werden, innerhalb dessen der Staat Investitionen in Private Equity vornehmen kann. Dabei bietet das Geschäftsmodell von Private Equity meiner Ansicht nach einige Aspekte, die der rechtswissenschaftlichen Diskussion um die Zulässigkeit staatlicher Wirtschaftstätigkeit neue Impulse geben können. Die Ausführungen sind dabei allein auf die rechtliche Seite der Wirtschaftstätigkeit beschränkt. Faktische Einwendungen gegen eine entsprechende Betätigung des Staates werden nicht berücksichtigt. Dies gilt vor allem für die oft von Gegnern staatlicher Wirtschaftstätigkeit erhobene Behauptung, der Staat erweise sich bei der wirtschaftlichen Führung seiner Unternehmen regelmäßig als ineffizient. Sofern das Grundgesetz aus diesem Grunde eine staatliche Wirtschaftstätigkeit nicht verbietet, kann dahinstehen, ob diese Behauptung zutrifft oder nicht. Es ist dann allein Sache des unternehmerisch tätigen Staates auf eine wirtschaftliche Führung seiner Unternehmen hinzuwirken.

Ebenso unberücksichtigt bleibt der Einwand, Private Equity Investitionen bedürften einer großen Erfahrung und spezieller finanzwirtschaftlicher Kenntnisse, die der Staat regelmäßig nicht habe, um den gewünschten Erfolg zu erzielen. Dieser Einwand ist nicht geeignet, staatliche Investitionen in Private Equity zu verhindern. Der Staat ist keineswegs daran gehindert, auf das Fachwissen privater Experten zurück zu greifen. Dies ist ihm sogar anzuraten. In Zeiten notorisch knapper Haushaltskassen besteht seitens der öffentlichen Hand ein eindeutiges Interesse an der Nutzung jeglicher Möglichkeit der Kapitalanlage und der effek-

tiven Vermögensnutzung. Keine Investition scheint den Kommunen zu ausgefallen oder zu waghalsig, seien es hochriskante Zinsswaps<sup>1</sup> oder, bis vor wenigen Jahren, das sogenannte Cross-Border-Leasing, bei dem die Kommunen Straßenbahnen oder Müllverbrennungsanlagen für dreißig Jahre an amerikanische Investoren verleast haben,<sup>2</sup> um ihre Vermögenssituation aufzubessern. Diese Transaktionen sind der Öffentlichkeit zwar jeweils allein deshalb bekannt geworden, weil sie in mehreren Fällen zu Millionenverlusten der Kommunen geführt haben. Dies lag jedoch gerade nicht daran, dass sich die Kommunen nicht auf das Fachwissen von Finanzexperten verlassen hätten.<sup>3</sup> Vielmehr haben sich die Transaktionen des Staates als genauso erfolgreich wie die Transaktionen privater Anleger erwiesen. Mit Zinsswapgeschäften haben auch private Anleger hohe Verluste erlitten.<sup>4</sup>

Die Cross-Border-Leasing-Transaktionen waren dagegen gar nicht so riskant. Erst der Zusammenbruch der Finanzmärkte im Jahr 2008 hat den kommunalen Investoren die Ausfallrisiken der anderen Vertragspartner aufgebürdet und so den finanziellen Erfolg der Transaktionen gefährdet.<sup>5</sup> Diese Beispiele zeigen, dass der Staat durchaus auch komplizierte und riskante Transaktionen vornehmen kann, deren Erfolg nicht schon dadurch gewährleistet ist, dass der Staat auch private Finanzexperten zur Beratung herangezogen hat. Dass der Staat sich bei seinen Investitionen auf Experten verlässt, ist unabdingbar. Rechtlich relevant ist insoweit aber allein die verfassungsmäßige Zulässigkeit der Transaktionen selbst. Ob es darüber hinaus vernünftig ist, solche komplizierten Finanzprodukte zu nutzen, ist eine andere Diskussion, die hier keinen Platz haben soll.

Schließlich mag als faktisches Hindernis einer Kapitalbeteiligungsgesellschaft der öffentlichen Hand angesichts knapper Haushaltskassen auf fehlende öffentliche Mittel für die notwendige Kapitalausstattung der Gesellschaft hingewiesen

---

1 Vgl. ausführlich dazu *Morlin*, NVwZ 2007, 1159.

2 Vgl. *Pegatzky*, NJW 2004, 324, 325.

3 Mit den Urteilen des LG Würzburg vom 31.03.2008, Az. 62 O 661/07, und des LG Wuppertal vom 16.07.2008, Az. 3 O 33/08, wurde die Deutsche Bank zunächst jeweils zu knapp einer Million Euro Schadensersatz wegen unzureichender Risikoaufklärung bei den Zinsswapgeschäften verurteilt. Das letztgenannte Urteil hat jedoch zugleich eine Schadensersatzklage der Stadt Hagen in Höhe von über 21 Millionen Euro abgewiesen. Das OLG Düsseldorf hat die Berufung mit Beschluss vom 11.02.2010, Az. I-2 U 115/08, zurückgewiesen. Das erstgenannte Urteil des LG Würzburg wurde auf die Berufung der Beklagten am 11.05.2009 durch Urteil des OLG Bamberg abgeändert, die Klagen in vollem Umfang abgewiesen, Az. 4 U 92/08.

4 Vgl. den dem Urteil des OLG Koblenz vom 14.01.2010, Az. 6 U 170/09, zugrunde liegenden Sachverhalt. Auch hier wurde der Klage auf Schadensersatz gegen die Deutsche Bank zumindest teilweise stattgegeben.

5 Vgl. im Einzelnen *Rietdorf*, KommJur 2008, 441.

werden. Dass knappe Kassen und sogar eine nicht unbeachtliche Staatsverschuldung jedoch kein Hindernis für die Gründung eines Sondervermögens für Finanzinvestitionen sind, zeigt das Beispiel des Fonds des Générations der kanadischen Provinz Quebec aus dem Jahr 2006.<sup>6</sup> Gespeist wird der Fonds hauptsächlich aus Einnahmen des staatlichen Energieunternehmens HydroQuebec sowie aus Erträgen der staatlichen Wasserverwaltung.<sup>7</sup> Die Gesamtsumme der Einzahlungen beläuft sich im Jahr auf eine Höhe von über einer halben Milliarde CAN-Dollar, Tendenz steigend.<sup>8</sup> Durch den Verkauf einer großen Beteiligung von HydroQuebec an einem chilenischen Stromversorgungsunternehmen wurde im Haushaltsjahr 2006-2007 eine erste Einzahlung in den Fonds in Höhe von etwa fünfhundert Millionen CAN-Dollar ermöglicht.<sup>9</sup> Insgesamt konnte der Fonds bis zum Ablauf des Haushaltsjahres 2009-2010 trotz der mittlerweile erlebten Finanz- und Wirtschaftskrise auf über zweieinhalb Milliarden CAN-Dollar anwachsen.<sup>10</sup> Wo ein Wille ist, einen staatlichen Fonds aufzusetzen, ist also auch ein Weg dies zu tun. Es kommt dabei nicht auf die faktische, sondern allein auf die rechtliche Gangbarkeit dieses Weges an.

Bevor jedoch im Folgenden untersucht werden wird, inwieweit die öffentliche Hand die Möglichkeiten der privaten Wirtschaft und der Finanzmärkte für Private Equity, vor allem die kreditfinanzierte Unternehmensübernahme, nutzen kann (Dritter Teil), ist zunächst darzustellen, wie überhaupt das Grundmodell einer solchen Unternehmensübernahme in der privaten Wirtschaft ausgestaltet ist, woher es kommt, und welche Möglichkeiten der Gewinnerzielung es eröffnet (Erster Teil). Im Anschluss daran soll kurz umrissen werden, inwieweit sich Staaten heute schon weltweit dieses Geschäftsmodell zunutze machen (Zweiter Teil).

---

6 Errichtet wurde der Fonds durch Gesetz vom 15. Juni 2006 (Loi sur la réduction de la dette et instituant le Fonds des générations). Zu dieser Zeit stand die Verschuldung bei 116,2 Milliarden CAN-\$, fast 43 % des Bruttoinlandsprodukts der Provinz Quebec, vgl. Discours sur le budget 2006-2007, März 2006, S. 27, online abrufbar unter: <http://www.budget.finances.gouv.qc.ca/budget/2006-2007/fr/pdf/DiscoursBudget.pdf>

7 Vgl. Art. 3 des Gesetzes vom 15. Juni 2006.

8 2006: 584 CAN-\$, 2007: 649 CAN-\$, 2008: 719 CAN-\$, 2009: 715 CAN-\$, 2010: 892 CAN-\$ (geplant), vgl. Plan budgétaire 2010-2011 vom 30.03.2010, S. D.11, online abrufbar unter: <http://www.budget.finances.gouv.qc.ca/Budget/2010-2011/fr/documents/PlanBudgétaire.pdf>

9 Discours sur le budget 2007-2008 vom 20. Februar 2007, S. 5, online abrufbar unter: <http://www.budget.finances.gouv.qc.ca/budget/2007-2008/fr/pdf/DiscoursBudget.pdf>

10 Vgl. Plan budgétaire 2010-2011 vom 30. März 2010, S. D.6, online abrufbar (s. Fn. 9).