

Private Equity als Motor der Finanzialisierung – auch im Gesundheitsbereich



Eine wirtschaftsethische Analyse

Bei der Finanzialisierung der Realwirtschaft geht es um den Bedeutungszuwachs von Eigentümer:innen, die auf schnelle Renditesteigerungen drängen, um die Ausbreitung von Leitideen der Unternehmensführung, bei denen u. a. durch höhere Verschuldung und strikte Vorgaben an die Abteilungen Gewinne gesteigert werden, und um Gesetzesreformen zugunsten von Minderheitsaktionär:innen. Im Sinne der ersten beiden Phänomene ist Private Equity (PE) auch in Deutschland ein wichtiger Motor der Finanzialisierung, der aber bisher politisch und wirtschaftsethisch zu wenig debattiert wird. Dabei greifen die häufig international agierenden PE-Investoren, wenn sie etablierte Unternehmen als ganze übernehmen (*Leveraged Buy Outs*), tief in deren Strukturen ein: in die Organisation der Wertschöpfung, den Vermögensbestand, die Finanzierungsstruktur und die Unternehmenskultur. Die global agierenden PE-Gesellschaften, die den Kauf der Unternehmen, deren Transformation und deren Weiterverkauf steuern, sind an den Ausgaben für diese Transaktionen nur mit einem geringen Eigenkapitalanteil beteiligt, tragen also nur ein geringes Haftungsrisiko – bei gleichzeitiger Aussicht auf hohe Gewinne. Für die Mitarbeiter:innen jedoch ist eine neue, häufig problematische Abhängigkeit von einem globalen Markt, dem Markt für PE-Investitionen, entstanden. Das gleiche gilt auch für die Kund:innen der von den PE-Investor:innen aufgekauften Gesellschaften – seit einigen Jahren vermehrt Anbieter von Gesundheitsdienstleistungen.



Bernhard Emunds

Als Private Equity (im Folgenden: PE) bezeichnet man Investitionen, mit denen außerbörslich (insofern nicht-öffentlich bzw. ‚privat‘) Unternehmen entweder zusätzliches Eigenkapital zur Verfügung gestellt oder diese als ganze übernommen, also den bisherigen Eigentümer:innen abgekauft werden. Die Bereitstellung von Eigenkapital für Start Up-Unternehmen ist ein Teilbereich von PE, der mit Blick auf wirtschaftliche Innovationen auch gesamtwirtschaftlich hoch bedeutsam ist; hier spricht man von *venture capital*. Der vorliegende Beitrag ist jedoch ausschließlich einem anderen Engagement der PE-Branche gewidmet, der Übernahme von Firmen, die sich schon länger am Markt behaupten können. Bei diesen *leveraged buy outs* (LBO) besteht das Geschäftsmodell

der PE-Gesellschaften darin, etablierte Unternehmen als ganze aufzukaufen, sie in einem Zeitraum zumeist von drei bis acht Jahren zu transformieren, sich bereits in dieser Zeit möglichst hohe Zahlungsrückflüsse zu sichern und sie schließlich, sofern dies möglich ist, im Vergleich zum Kaufpreis deutlich teurer wieder zu verkaufen.

International ist die PE-Branche in den letzten Jahrzehnten massiv gewachsen. Im Frühjahr 2021 besaßen allein die US-amerikanischen PE-Fonds Vermögenswerte, die knapp 5 Billionen Dollar wert waren, womit sich der Wert des Portfolios der gesamten Branche in fünf Jahren mehr als verdoppelt hatte (Gensler 2021). Im Vergleich dazu ist die deutsche PE-Branche winzig. In den letzten fünf Jahren schwankten die jährlichen Investitio-

nen der ganzen Branche zwischen 9 und 15 Mrd. Euro, etwa drei Viertel davon gingen in LBOs. Auch international ist die deutschen PE-Branche wenig engagiert; ca. 80% der Investitionen blieben im Land. Dennoch wuchs in den letzten fünf Jahren das Volumen der PE-Investitionen in deutsche Unternehmen. Möglich war dies durch verstärkte Aktivitäten auswärtiger PE-Fonds hierzulande. Ihr Anteil am deutschen Markt für PE-Investitionen hat sich in diesen fünf Jahren auf knapp 45% mehr als verdoppelt (Bundesverband Beteiligungskapital 2023).

Der vorliegende Beitrag stellt zuerst das Geschäftsmodell der PE-Gesellschaften bei LBOs vor und ordnet es dann nicht nur sozialwissenschaftlich als Motor der Finanzialisierung von Unternehmen, sondern auch wirt-

schaftsethisch ein. Er endet mit einer kurzen Untersuchung der zuletzt auch

in Deutschland zunehmenden PE-Investitionen in das Gesundheitssystem.

Das Geschäftsmodell bei Leveraged Buy Outs

Das Geschäftsmodell der PE-Gesellschaften bei LBOs beschränkt sich nicht auf den Kauf/Verkauf von Unternehmen und deren zwischenzeitliche Transformation. Wesentlicher Teil des Geschäftsmodells ist vielmehr auch eine bestimmte Struktur der Investor:innen (vgl. dazu: Batt/Appelbaum 2015, 200–204; Shaxson 2019, 236–242), die hier noch vorzustellen ist, bevor der Umgang mit den übernommenen Unternehmen („Portfoliounternehmen“) untersucht wird. Von erheblicher Bedeutung ist nämlich, dass die PE-Gesellschaften (bzw. ihre Eigentümer:innen, die sog. *general partners*) die Unternehmen nicht selbst erwerben, sondern dazu eigene PE-Fonds gründen, an deren Eigenkapital sie sich zumeist mit lediglich etwa zwei Prozent beteiligen. Die restlichen ca. 98 Prozent kommen von externen Investor:innen (*limited partners*); das sind vor allem Pensionsfonds, große Stiftungen und superreiche Einzelpersonen. Die *general partners* machen also im wesentlichen Geschäfte mit dem Geld „anderer Leute“. Anders ausgedrückt: Was die Finanzströme betrifft, fungieren die PE-Gesellschaften mithilfe der Fonds als Intermediäre, als Vermittler zwischen kapitalgebenden Vermögensbesitzer:innen und kapitalnehmenden Unternehmen. Dennoch kassieren sie einen erheblichen Teil der Gewinne, welche die Fonds erzielen, nämlich nicht – entsprechend ihrem Kapitalanteil – zwei Prozent, sondern (jenseits eines bestimmten Grenzwerts von z. B. acht Prozent) 20 Prozent. Neben hohen Gebühreneinnahmen ist dies eine zentrale Einnahmequelle der PE-Gesellschaften.

Die PE-Fonds ihrerseits kaufen die Unternehmen nicht einfach mit dem Geld, das sie von Investor:innen erhalten haben. Vielmehr finanzieren sie bei

größeren Unternehmen lediglich ca. 30 bis 40 % des Kaufpreises aus eigener Tasche (Eigenkapital); für das Gros des Kaufbetrags nehmen sie Kredite auf. Daher der Begriff *leveraged buy outs*, der Übernahmen von Firmen bezeichnet, die durch Verschuldung ‚gehebelt‘ sind. Dieses ‚Hebeln‘ hat den Vorteil, dass dann, wenn ein übernommenes Unternehmen Gewinne erzielt, die Rendite des Fonds höher ausfällt (mehr Profit pro eingesetztem Dollar oder Euro). Zugleich steigt für den Fonds allerdings auch das Risiko, bei Verlusten des Unternehmens einen Teil des investierten Geldes zu verlieren.



Private Equity-Gesellschaften nutzen oft Steueroasen, um ihren Investor:innen besondere Möglichkeiten der Steuer-
vermeidung zu bieten

Der Umstand, dass die PE-Gesellschaft nur 2 % des Eigenkapitals eines PE-Fonds selbst bereitstellt und dieser Fonds wiederum beim Kauf größerer Unternehmen 60 % bis 70 % des Kaufpreises durch die Aufnahme von Krediten finanziert, bedeutet, dass die PE-Gesellschaft bzw. ihre *general partners* nur 0,6 bis 0,8 % des Kaufpreises dieser Portfoliounternehmen selbst bezahlen. Ein letzter wichtiger Punkt bei der Finanzierung ist schließlich, dass die PE-Fonds die zum Kauf aufgenommenen Kredite nach der Transaktion zumeist nicht in der eigenen Bilanz behalten, sondern diese an die übernommenen Firmen weiterreichen (*debt pushdown*). Damit sind es jeweils die aufgekauften Unternehmen selbst, die in der Pflicht stehen, den in den Kreditverträgen fixierten Schuldendienst zu leisten. Ein letzter wichtiger Aspekt, der im weiten Sinne auch zur

Struktur der Investor:innen bei PE-Geschäften gehört, ist schließlich der Umstand, dass die PE-Gesellschaften fast durchweg Steueroasen nutzen, um ihren Investor:innen besondere Möglichkeiten der Steuer-
vermeidung zu bieten.

Was geschieht nun mit den Portfoliounternehmen, nachdem sie von einer PE-Gesellschaft erworben wurden? Fünf Typen von Strategien können unterschieden werden; dabei können einzelnen Maßnahmen auch zwei oder mehreren Strategietypen zugeordnet werden (zu den Maßnahmen vgl. Batt/Appelbaum 2015; Shaxson 2019, 229–260; Appelbaum/Batt 2020, 6–14).

- *Erstens* bestimmt die PE-Gesellschaft weitgehend die Geschäftsstrategie des Unternehmens. Sie setzt häufig ein neues Management ein und erarbeitet gemeinsam mit diesem (oder dem bisherigen Management) einen Plan, wie das Unternehmen umstrukturiert werden soll, um Kosten zu verringern und höhere Erträge zu erzielen. Welche weniger rentablen Betriebsstätten oder Abteilungen werden geschlossen, wo und in welche Produktlinien wird investiert? Letzteres geschieht häufig durch den Bau neuer Betriebsstätten bzw. Büros ‚auf der grünen Wiese‘, seltener durch Modernisierung und Ausbau bereits bestehender Betriebsstätten bzw. Büros. Wurde ein kleineres Unternehmen gekauft, können nicht selten effizienzsteigernde Innovationen realisiert werden, die vorher nicht bezahlbar waren (*low-hanging fruit*). Die Investitionskosten werden nun mit anderen Unternehmen, mit denen man verschmolzen wurde, geteilt; oder das Geld, das man dafür benötigt, wird auf andere Weise im Unternehmen beschafft (vgl. Strategien des Typs zwei und drei). Für ihre recht kleinteilige Begleitung – oder besser: Steuerung – des Managements kassieren die PE-Gesellschaften hohe Gebühren.



- *Zweitens* wird die Finanzstruktur des Portfoliounternehmens verändert, insbesondere wird sein Verschuldungsgrad deutlich erhöht. Das geschieht durch den bereits erwähnten *debt pushdown*, aber auch durch die Aufnahme weiterer Schulden. Mithilfe der *agency*-Theorie des Unternehmens (u. a. von Michael Jensen) wird auch dies – in einer nicht unproblematischen – Argumentation als Effizienzsteigerung legitimiert: Erwirtschaftet ein Unternehmen Jahr für Jahr hohe Einzahlungen, die nicht für den Schuldendienst benötigt werden, dann würde dies für die Manager:innen, so die Argumentation, viel Spielraum bedeuten, eigene Ziele zu verfolgen oder sich durch großzügige Gehälter und gute Arbeitsbedingungen mit den Beschäftigten gut zu stellen. Durch stärkere Verschuldung, also höheren Schuldendienst, und durch reichliche Gewinnausschüttungen würde dieser *'free' cash flow* dagegen reduziert und folglich das Management diszipliniert – nämlich an die Interessen der Eigentümer:innen an hohen Gewinnen gebunden. Problematisch ist diese Legitimation, insofern sie Profitsteigerungen einfach als Effizienzsteigerungen verkauft und so die Frage ausblendet, ob die höheren Gewinne vielleicht nur darauf beruhen, dass die Einkommen (bzw. Vorteile) anderer Stakeholder reduziert wurden. Zudem ist für die Portfoliounternehmen mit der höheren Verschuldung auch ein höheres Konkursrisiko verbunden.
- Ein *dritter* Typus von Strategien der PE-Gesellschaften besteht darin, einen erheblichen Teil der Vermögenswerte des Portfoliounternehmens zu verkaufen (*asset stripping*). Weil die verkauften Werte zuvor fast immer mit einem geringeren Preis in der Bilanz standen, werden so stille Reserven aufgelöst und damit – buchführungstechnisch – Gewinne generiert. Diese Profite werden zur Re-

duktion der Schulden verwendet, an den PE-Fonds als Eigentümer direkt ausgezahlt (Gewinnausschüttungen) oder erst einmal einbehalten, so dass das Eigenkapital des gekauften Unternehmens steigt, was es erleichtert, seine Kreditaufnahme weiter zu steigern. Besonders beliebt ist es bei den PE-Gesellschaften, Immobilien der Portfoliounternehmen zu veräußern. Benötigt das Unternehmen die verkauften Räumlichkeiten weiterhin, mietet sie diese nun bei den neuen Eigentümer:innen an (*sale and lease back*). Eine wichtige Variante besteht darin, dass der PE-Fonds oder seine Eigentümer:innen die Immobilien zu einem – zumeist wohl eher günstigen – Preis kaufen, so dass sie über den – häufig hoch bemessenen – Mietzins weitere Zahlungen aus dem Unternehmen erhalten. Maßnahmen der zweiten und der dritten Strategie werden auch als *financial engineering* bezeichnet.

- Wesentlich für den Umgang der PE-Gesellschaften mit vielen Portfoliounternehmen sind *viertens* Bemühungen, den Gewinn dadurch zu steigern, dass die Ansprüche anderer Stakeholder an der Wertschöpfung bzw. an den Einnahmen des jeweiligen Unternehmens verringert werden. Mit bisherigen Lieferanten werden neue, für das gekaufte Unternehmen günstigere Lieferverträge ausgehandelt oder sie werden durch günstigere Konkurrenten ersetzt. *Corporate-social-responsibility*-Aktivitäten zugunsten der Kommunen und Regionen, in denen die Betriebsstätten bzw. Büros liegen, werden zurückgefahren. Einigen Beschäftigten wird gekündigt. Dies setzt zugleich andere Mitarbeiter:innen unter Druck, bei ihren Gehältern und geldwerten Vorteilen, vor allem bei bisherigen Sonderleistungen des Unternehmens, Abstriche hinzunehmen. Im anglo-amerikanischen Raum ist auch die Reduktion der Beschäftigten-Pensionen eine relevan-

te Größe. Nicht nur, dass neuen Beschäftigten nur noch geringere Pensionen zugesagt werden und die Pensionsansprüche der entlassenen Mitarbeiter:innen nicht weiter steigen. Vielmehr gehen wegen der hohen Verschuldung die von PE-Fonds gekauften Unternehmen überdurchschnittlich häufig in Konkurs; dies hat zur Folge, dass die Beschäftigten die zugesagten Pensionen, die zumeist gegenüber Krediten nachrangig abgesichert sind, verlieren und auf das von dem zuständigen Garantiefonds gewährleistete niedrigere Niveau absinken.



Private Equity-Gesellschaften drängen das Management der übernommenen Unternehmen häufig dazu, auf Beschäftigteninteressen weniger Rücksicht zu nehmen

- Ein *fünfter* Strategietyp der PE-Fonds besteht schließlich darin, mehrere Unternehmen einer Branche aufzukaufen. Möglichkeiten der Kostenersparnis ergeben sich z. B. durch gemeinsamen Einkauf bei Lieferanten. Vor allem jedoch geht es hier darum, auf Absatzmärkten – vor allem in bestimmten Nischen – eine gewisse Marktmacht aufzubauen, um den Kund:innen die eigenen Produkte teurer verkaufen zu können. Häufig werden neben ein oder zwei großen Unternehmen auch mehrere kleinere Firmen gekauft und diese dann zu einem Großunternehmen verschmolzen. Das erhöht die Rendite nicht nur durch höhere Erlöse beim Verkauf der eigenen Produkte, sondern auch weil kleinere Firmen zumeist günstiger erworben werden können, während beim Verkauf großer Unternehmen mit Marktmacht nicht selten ein höherer Preis erzielt werden kann.



Zur Einordnung und wirtschaftsethischen Bewertung der Geschäftsstrategien

Zum Geschäftsmodell der PE-Gesellschaften bei LBOs gehört es also, Unternehmen nicht nur zu kaufen und zu verkaufen, sondern diese zwischen Kauf und Verkauf auch zu transformieren. Dazu greifen sie – wie skizziert – tief in die Geschäfte des übernommenen Unternehmens ein: in die Organisation der Wertschöpfung, in die Verträge mit Mitarbeiter:innen (und damit indirekt in die Lebensplanung der bislang Beschäftigten), Lieferanten und Kund:innen, in die Unternehmensstruktur (Verkauf bzw. Schließung oder Zukauf von Betriebsstätten bzw. Büros etc.) und den Vermögensbestand (*asset stripping*) sowie in die Finanzierung (stärkere Verschuldung). Die Beschäftigten und die nicht ausgetauschten Manager:innen als die entscheidenden Insider einer übernommenen Firma geraten durch LBOs also in eine recht umfassende Abhängigkeit von externen Investor:innen, die lediglich in einem überschaubaren Zeitraum von wenigen Jahren an hohen Erträgen interessiert sind. Zudem haben die Investor:innen durch die Steuerung des übernommenen Unternehmens auch einen gewissen Einfluss auf dessen Lieferanten und Kund:innen sowie auf das lokale bzw. regionale Umfeld seiner Betriebsstätten bzw. Büros. Insofern viele größere PE-Gesellschaften grenzüberschreitend aktiv sind und in ihren Fonds Geld von Kapitalgeber:innen aus mehreren Ländern einsammeln, kann man von einem internationalen Markt für den Kauf/Verkauf ganzer Unternehmen sprechen. Die Abhängigkeit der Stakeholder von übernommenen Unternehmen ist damit eine Abhängigkeit von einem internationalen Markt bzw. von den darauf aktiven Investor:innen und hier insbesondere von den PE-Gesellschaften.

Durch ihre LBOs sind die PE-Gesellschaften – auch in Deutschland und anderen Volkswirtschaften Kontinen-

tal-Westeuropas – wichtige Treiber der Finanzialisierung des Unternehmenssektors, also des Sektors der realwirtschaftlichen Unternehmen. Im Anschluss an den US-amerikanischen Ökonomen Gerald A. Epstein wird Finanzialisierung zumeist als Bedeutungszuwachs von finanziellen Zielen sowie von Finanzmärkten, -akteuren und -instituten in Volkswirtschaften und in der Weltwirtschaft verstanden. Dieser Begriff ist freilich so weit gefasst, dass er ein sehr breites Spektrum



Die Beschäftigten und die nicht ausgetauschten Manager:innen als die entscheidenden Insider einer übernommenen Firma geraten durch LBOs in eine recht umfassende Abhängigkeit von externen Investor:innen

an Entwicklungen der letzten 30 bis 40 Jahre als Prozesse der Finanzialisierung identifiziert. Analytisch ergiebiger ist es, die Finanzialisierung des Unternehmenssektors auf wenige Phänomene zu beschränken und in Bezug auf diese dann Grade der Finanzialisierung zu unterscheiden. Dann kann die Finanzialisierung als ein gesellschaftlich und intern, in der Meinungsbildung und Entscheidungsfindung von Unternehmen, umstrittener Trend begriffen werden, so dass neben Kräften und Tendenzen der Finanzialisierung auch Gegenkräfte und -tendenzen in den Blick kommen. Dabei zeigt sich, dass es bei deutschen Großunternehmen im Zuge des Börsenbooms der 1990er Jahre starke Finanzialisierungstendenzen gab, die dann nach dem Millennium, vor allem aber in und nach der Globalen Finanzkrise erlahmten, so dass für Deutschland (und andere Volkswirtschaften des westlichen Kontinentaleuropa) mitnichten von einem hochgradig finanzierten Unterneh-

menssektor gesprochen werden kann (das Verständnis von Finanzialisierung hier im Anschluss an Faust/Kädtler 2018).

Für die Finanzialisierung realwirtschaftlicher Unternehmen sind drei Phänomene entscheidend:

- Erstens: veränderte Eigentumsstrukturen, bei denen Aktionär:innen bzw. Eigentümer:innen, die auf eine zügige Steigerung der Rendite bzw. des Marktwerts der Unternehmen drängen, gegenüber solchen Kapitalgeber:innen an Bedeutung gewinnen, die sich entweder passiv verhalten (viele Privathaushalte als Aktionär:innen) oder nur an langfristigen Zielen interessiert sind (z.B. traditionell die deutschen Universalbanken);
- Zweitens: der Aufstieg von Theorien und Heuristiken der Finanzökonomie und der damit verbundenen Leitideen einer Unternehmensführung, bei der u. a. alle Abteilungen Jahr für Jahr eine recht hohe Mindestrendite erzielen müssen und für das Unternehmen insgesamt durch höhere Verschuldung nicht nur die Gewinne für die Eigentümer:innen bzw. Aktionäre:innen ‚gehebelt‘ werden, sondern dadurch auch (gemeinsam mit höheren Gewinnausschüttungen) der ‚free‘ cash flow reduziert werden soll, um das Management strikt auf das Interesse der Eigentümer:innen bzw. Aktionär:innen an Profitsteigerungen zu verpflichten;
- Drittens: gesetzliche Regelungen für die Unternehmen und für die Finanzmärkte, welche die Rechte und Einflussmöglichkeiten von Minderheitsaktionär:innen stärken, u. a. um enge Kapitalverflechtungen zwischen großen AGs abzubauen (z.B. Beschränkungen der Möglichkeiten von Managern, sich gegen eine feindliche Übernahme zu wehren).

Im vorliegenden Kontext geht es um das erste und das zweite Phänomen:

(Ad 1) Wenn PE-Gesellschaften eine Firma übernehmen, die bisher nicht Eigentum eines institutionellen Investors war, dann wird die *Eigentumsstruktur* dieses Unternehmens finanzialisiert. Dass es – auch in Deutschland und in anderen Ländern des kontinentalen Westeuropa – vermehrt dazu kommt, stellt einen Trend der Finanzialisierung realwirtschaftlicher Unternehmen dar. In Bezug auf den Sektor der deutschen Unternehmen insgesamt ist dieser Trend allerdings noch nicht sehr bedeutsam. Zu einer Finanzialisierung einzelner Unternehmen kommt es auch, wenn Hedgefonds hohe Aktienanteile dieser Unternehmen kaufen, um strategische Entscheidungen des Managements zu beeinflussen; ihr Ziel ist es dabei, dass schnell Gewinn- und Aktienkurssteigerungen erzielt werden, die ihnen nach kurzer Zeit einen lukrativen Verkauf ihrer Aktien ermöglichen. Im Vergleich zu solchen Transaktionen von Hedgefonds, die allerdings ebenfalls auf dem deutschen Aktienmarkt aktuell keine große Bedeutung haben, führen die Übernahmen durch PE-Gesellschaften bzw. -Fonds bei den Portfoliounternehmen zu einem geringeren Finanzialisierungsgrad der Eigentumsstruktur. Schließlich binden sich PE-Gesellschaften zwar nicht dauerhaft, wohl aber zumeist länger an Unternehmen als Hedgefonds. Sie sind nicht vorrangig oder gar ausschließlich an Steigerungen des Marktwerts des Unternehmens und Gewinnmitnahmen binnen weniger Wochen oder Monate interessiert; vielmehr lassen sie sich über einen Zeitraum von immerhin drei bis acht Jahren auf das Unternehmen ein und mischen sich – wie beschrieben – intensiv in seine realwirtschaftlichen Geschäfte ein.

(Ad 2) Was die *Unternehmensführung* betrifft, so kommt es bei den Firmen, die von PE-Fonds aufgekauft werden, zu einem massiven Anstieg der Finanzialisierung. Die Strategien der oben skizzierten Typen zwei und drei, die Steigerung der Verschul-

dung, die gezielten Verkäufe von Vermögenswerten und die höheren Ausschüttungen, sind für eine stark finanzialisierte Unternehmensführung charakteristisch. Auch Strategien des vierten Typs, bei denen die Gewinne der Eigentümer:innen zu Lasten anderer Stakeholder gesteigert werden, gehören zum Instrumentenkasten einer finanzialisierten Unternehmensführung – etwa wenn diese ausschließlich darauf ausgerichtet ist, den *shareholder value* zu maximieren.

Werfen wir schließlich auch einen *wirtschaftsethischen* Blick auf die Geschäftsstrategien der PE-Gesellschaften. Geht es um die wirtschaftsethische Einschätzung des Umgangs von Finanzakteuren mit realwirtschaftlichen Unternehmen, dann ist vor allem der langfristige Einfluss solcher Geschäftsstrategien auf den Lebensstandard in der Gesellschaft (bzw. in der Weltbevölkerung) unter Beachtung ökologischer Effekte bedeutsam. Diesen zu bestimmen, ist hier nicht möglich. Deshalb beschränkt sich der vorliegende Beitrag auf *einen* – für die ethische Einschätzung der Strategien von Finanzakteuren allerdings hoch relevanten – Punkt, die Unterscheidung zwischen wertschöpfenden und wertabschöpfenden Strategien: Wird durch eine Strategie die (in monetären Größen erfasste) Wertschöpfung des Unternehmens erhöht? Oder wird durch die Strategie lediglich Wert abgeschöpft, also dafür gesorgt, dass ein größerer Teil der – prinzipiell unveränderten und manches Mal dadurch sogar sinkenden – Wertschöpfung des Unternehmens an die Kapitalgeber:innen, hier insbesondere an den PE-Fonds als Eigentümer geht? Letzteres ist vor allem dann problematisch, wenn die Wertabschöpfung durch die PE-Gesellschaften die Löhne und Gehälter, die Alterseinkünfte, die von den Unternehmen zusätzlich gewährten Vorteile oder die Beschäftigungssicherheit der Mitarbeiter:innen reduziert. Denn im Vergleich zu den Nutznießer:innen dieser Wertabschöpfung, den *general partners* einer PE-Gesellschaft und den *limited part-*

ners eines PE-Fonds, waren (fast) alle Beschäftigten der aufgekauften Unternehmen bereits vor der Übernahme in Bezug auf Einkommen, Vermögen, Lebens- und Entfaltungschancen sowie auf die Möglichkeiten, ihre Interessen und Wertvorstellungen gesellschaftlich durchzusetzen, schlechter gestellt. Hinzu kommt: Ob ein Portfoliounternehmen dauerhaft floriert oder ob es in eine Krise oder gar in einen Konkurs stürzt, hat auf das Leben seiner Mitarbeiter:innen einen massiven Einfluss; die Investor:innen dagegen haben ihr Vermögen nur mit beschränkter Haftung sowie breit gestreut angelegt und dürften auch insgesamt gut abgesichert sein. Damit stehen bei Wertabschöpfungen zulasten von Mitarbeiter:innen der Portfoliounternehmen den möglichen zusätzlichen Einnahmen bzw. Vermögenszuwächsen bereits zuvor reicher Kapitalgeber:innen auf Seiten der Beschäftigten erhebliche Einschränkungen ihrer Lebensperspektiven oder zumindest zusätzliche Risiken für ihren Lebensstandard gegenüber.

 Das wirtschaftliche Schicksal eines Portfoliounternehmens hat massiven Einfluss auf das Leben seiner Mitarbeiter:innen, nicht aber auf das der gut abgesicherten Investor:innen

Bei dem ersten Typus der hier skizzierten PE-Strategien, den Bemühungen der PE-Gesellschaften um effizientere Geschäftsstrategien der Portfoliounternehmen, kann man davon ausgehen, dass es vielfach um Versuche geht, die Wertschöpfung des Unternehmens zu steigern. Gelingt dies, dürfte allerdings ein recht ansehnlicher Teil davon durch Gebühren an die PE-Gesellschaften abfließen. Zu einer anderen Einschätzung kommt man bei denjenigen Strategien, die gerade als Teil des Instrumentenkastens einer finanzialisierten Unternehmensführung charakterisiert wurden. Der vierte Strategietyp, wel-

cher die Versuche umfasst, die Ansprüche anderer Stakeholder zugunsten der Investor:innen zurückzudrängen, zielt *per definitionem* auf Wertabschöpfung. Darüber hinaus spielt Wertabschöpfung auch beim *financial engineering*, also bei den Strategietypen zwei und drei, eine große Rolle; denn den höheren Erträgen der PE-Gesellschaften und der *limited partners* als den entscheidenden Kapitalgebern der PE-Fonds stehen hier höhere Risiken der Unternehmensinsider gegenüber. Die durch zusätzliche Verschuldung und *sale-and-lease-back*-Transaktionen gesteigerten künftigen Zahlungsverpflichtungen erhöhen schließlich das Bankrottrisiko der aufgekauften Unternehmen. Das gleiche gilt auch für solche Verkäufe von Vermögenswerten, die nicht Teil eines *sales-and-lease-back*-Immobiliengeschäftes sind, und insgesamt für die gesteigerten

Gewinnausschüttungen – ob diese Profite nun auf *asset stripping* oder auf andere Geschäfte zurückgehen. Denn thesaurierte Gewinne stellen ein Sicherheitspolster dar, mit dem in Krisenzeiten ein Konkurs ggf. abgewendet werden kann. Das gilt auch für solche Gewinne, die in weniger liquiden Vermögenswerten, die vor langer Zeit gekauft worden waren, als stille Reserve versteckt sind; denn diese Aktiva können bei Bedarf verkauft werden.

Auch der fünfte Typus von PE-Strategien, die Erhöhung der Marktmacht, ist primär als eine Strategie der Wertabschöpfung zu charakterisieren. Dieses Mal jedoch sind vorrangig die Kund:innen der Portfoliounternehmen negativ betroffen; denn sie müssen nun für zumeist nicht oder wenig veränderte Produkte höhere Preise zahlen.

werden. Zumeist kaufen die PE-Fonds einen größeren Anbieter, dem sie sukzessive viele weitere, zusätzlich aufgekaufte Einrichtungen hinzufügen. Die Käufe der zusätzlichen Anbieter werden dann jeweils als Investitionen verbucht, die über Abschreibungen die Gewinnsteuern des Pflegekonzerns reduzieren. Für die so gebildeten Pflegeketten ist wie für alle PE-Portfoliounternehmen ein hoher Verschuldungsgrad kennzeichnend, zu dem es vor allem durch den anfänglichen *debt pushdown* und die Kreditaufnahme für die späteren Zukäufe kommt. Zudem war – zumal in Zeiten boomender Immobilienmärkte – der Verkauf von Pflegeheimimmobilien sehr profitabel. Beim Verkauf an Externe können hohe Gewinne erzielt werden, die z.B. eine Aufnahme weiterer Kredite (bei unverändertem Verschuldungsgrad) ermöglichen, die zur Finanzierung weiterer Zukäufe genutzt werden können. Bei *sale-and-lease-back*-Geschäften mit dem PE-Fonds selbst oder mit seinen Investor:innen rechtfertigen die hohen Immobilienpreise auch hohe Mietzahlungen an die Eigentümer:innen.

In Deutschland gehören neben Alloheim, dem zweitgrößten Anbieter, drei weitere Ketten in PE-Eigentum zu den größten 15 Pflegeheimbetreibern. Zu der Kette Alloheim, die mittlerweile schon dem dritten PE-Fonds gehört, gab es in der Corona-Krise Berichte über schlechte Pflegequalität und auffällig viele Todesfälle unter den Heimbewohner:innen. Studien aus den USA und Großbritannien ergaben, dass Pflegeheime in PE-Hand im Vergleich zu anderen Anbietern weniger Beschäftigte haben und eine höhere Personalfluktuation aufweisen – Eigenschaften, die in der stationären Versorgung bekanntermaßen zu Beeinträchtigungen der Pflegequalität führen (Blakeley/Pinner 2019, 8).

Für das deutsche Gesundheitssystem hat die Bürgerbewegung Finanzwende auch eine Studie zu PE-Investitionen in Medizinischen Versorgungszentren (MVZ) vorgelegt (zum

Zu Private Equity-Investitionen im Gesundheitssystem

Auch Anbieter von Gesundheitsdienstleistungen sind ein beliebtes Ziel der Investitionen von PE-Gesellschaften. In den USA haben PE-Fonds schon bald nach dem Millennium begonnen, Krankenhaus- und Pflegeheimketten aufzukaufen. Seit einigen Jahren gehen dort jedoch sehr viel mehr PE-Investitionen in – nicht selten hoch spezialisierte – ambulante medizinische Dienste (u. a. Chirurgie, Radiologie, Notfallzentren) sowie in IT-Gesundheitsdienste und medizinische Inkassounternehmen (Appelbaum/Batt 2020). Auch in Westeuropa wachsen die Investitionen der PE-Gesellschaften in Gesundheitsdienstleister; auch hier sind sie ein Teilaspekt der Privatisierung von bisher staatlich oder gemeinnützig bereitgestellter Daseinsvorsorge. Der Gesundheitsbereich bietet dabei die Aussicht auf sichere (da von den Krankenversicherungen stammende) Einnahmen, die zudem mit der demografischen Alterung der Gesellschaft in den nächsten Jahrzehnten erst einmal weiter steigen werden.

Für PE-Investitionen in die *stationäre Altenpflege* hat die Bürgerbewegung Finanzwende Untersuchungen zu den Ländern Großbritannien, Frankreich und Deutschland zusammengestellt (zum Folgenden Bourgeron/Metz/Wolf 2021). Darin zeigt sich, dass es den PE-Gesellschaften mit ihren bereits darge-



Der Gesundheitsbereich bietet der Private-Equity-Branche die Aussicht auf sichere, von den Krankenversicherungen finanzierte Einnahmen, die mit der demografischen Alterung der Gesellschaft weiter steigen werden

stellten Geschäftsstrategien insgesamt gelingt, in der unter massivem Kostendruck stehenden Pflegebranche Gewinne zu generieren. Dafür bilden die PE-Gesellschaften große Pflegeheimketten, die dann später mit einem Aufschlag für die erreichte Größe und für lokale oder regionale Marktmacht weiterverkauft



Folgenden: Li/Zöllner/Peters 2023). Bei diesen Zentren, die es in Deutschland seit 2004 gibt, sind mehrere angestellte Ärzt:innen tätig; gesundheitspolitisch erhofft man sich von ihnen mehr Effizienz bei Behandlungen und eine bessere Verzahnung mit der stationären Versorgung. Seit 2012 dürfen hierzulande nur noch Ärzt:innen oder medizinische Träger MVZ gründen. Dennoch kommt es mittlerweile vermehrt zu PE-Investitionen in deutsche MVZ. Die PE-Fonds kaufen dazu Krankenhäuser auf, die dann als Träger der MVZ auftreten. Lukrativ sind vor allem Facharztzentren, in denen viele gut bezahlte Standardbehandlungen (in der Augenheilkunde z.B. Grauer Star-Operationen) zügig abgewickelt werden können.

Die PE-Strategien sind hier ähnlich wie bei den Pflegeheimbetreibern (hohe Verschuldung, Bildung größerer Ketten nach Möglichkeit mit lokaler oder regionaler Marktmacht). Allerdings spielen hier Immobiliengeschäfte keine nennenswerte Rolle. Um dennoch Einnahmen gewinn- und damit

steuerschmälernd an Investor:innen weiterzureichen, werden bei den MVZ vermehrt Gesellschafterdarlehen genutzt, die gegenüber Bankdarlehen nachrangig, dafür aber sehr hoch verzinst sind.



Pflegeheimkonzerne mit marktbeherrschender Stellung können die Zuzahlungen der Pflegebedürftigen und ihrer Familien deutlich über Kostenanstiege hinaus anheben

Welche Problemlagen sind mit PE-Investitionen in den Gesundheitsbereich verbunden? Pflegeheimkonzerne, die in einer Stadt oder Region eine marktbeherrschende Stellung erlangen, können die Zuzahlungen der Pflegebedürftigen und ihrer Familien deutlich über Kostenanstiege hinaus anheben. Bei diesen, aber auch bei marktbeherrschenden MVZ-Ketten (so etwas scheint es bereits bei Augenärzt:innen

in Kiel zu geben) würde ein Bankrott des Trägers die lokale oder regionale Versorgungssicherheit gefährden. Dabei ist aufgrund der hohen Verschuldung und des anfänglichen Ausverkaufs von Vermögenswerten (*asset stripping*), die sonst in Krisenzeiten noch veräußert oder beliehen werden könnten, das Konkursrisiko von Gesundheitskonzernen in PE-Eigentum nicht zu vernachlässigen.

Die PE-Investitionen in Pflegeheime und MVZ bedeuten eine Finanzialisierung dieser Anbieter nicht nur in der Eigentumsstruktur, sondern auch bei den Geschäftsstrategien. Letzteres umfasst zum einen jene zunehmende Ausrichtung der gesamten Organisation an der Verringerung von Kosten und der Steigerung von Einnahmen statt an medizinischen Zielen, die auch als Ökonomisierung bezeichnet wird. Zum anderen geht es hier um PE-typische Unternehmensstrategien wie höhere Verschuldung, *asset stripping*, das Streben nach Marktmacht und die Steuervermeidung durch Auswahl des Konzernsitzes in einer Steueroase.

LITERATUR

- Appelbaum, Eileen/Batt, Rosemary (2020): Private Equity Buyouts in Healthcare: Who Wins, Who Loses? (Institute for New Economic Thinking Working Paper 118), auf: https://www.inet.economics.org/uploads/papers/WP_118-Appelbaum-and-Batt-2-rb-Clean.pdf (Download am 13.10.2023).
- Batt, Rosemary/Appelbaum, Eileen (2015): Investors as Managers. How Private Equity Firms Manage Labor and Employment Relations, in: Weller, Christian E. (Hg.): Inequality, Uncertainty, and Opportunity. The Varied and Growing Role of Finance in Labor Relations, Champaign/Il.: Labor and Employment Relations Association, 197–224.
- Blakeley, Grace/Quilter-Pinner, Harry (2019): Who Cares? The Financialisation of Adult Social Care, Institute for Public Policy Research, auf: <https://www.ippr.org/files/2019-09/who-cares-financialisation-in-social-care-2-.pdf> (Download am 13.10.2023).
- Bourgeron, Théo/Metz, Caroline/Wolf, Marcus (2021): Private-Equity-Investoren in der Pflege. Eine Studie über das Agieren von Private-Equity-Investoren im Pflegebereich in Europa, Finanzwende Recherche/Heinrich-Böll-Stiftung, auf: https://www.finanzwende-recherche.de/finanzwende_bourgeronmetzwolf_2021_private-equity-investoren-in-der-pflege_20211013/ (Download am 13.10.2023).
- Bundesverband Beteiligungskapital (2023): Der deutsche Beteiligungskapitalmarkt Jahr 2022. Tabellen, auf: https://www.bvkap.de/files/content/statistik-deutschland/pdfs/2022_BVK-STATISTIK_vorla%CC%88ufig_Mrz2023_FINAL.xlsx (Download am 13.10.2023).
- Faust, Michael/Kädtler, Jürgen (2018): Die Finanzialisierung von Unternehmen, in: KZfSS 70/Suppl. 1, 167–194.
- Gensler, Gary (2021): Testimony Before the Subcommittee on Financial Services and General Government, U. S. House Appropriations Committee, auf: <https://www.sec.gov/news/testimony/gensler-2021-05-26> (Download am 13.10.2023).
- Li, Aurora/Zöllner, Uwe/Peters, Michael (2023): Profite vor Patientenwohl – Private-Equity-Beteiligungen an Arztpraxen, Finanzwende Recherche, auf: https://www.finanzwende-recherche.de/profite-vor-patientenwohl_private-equity-beteiligungen-an-arztpraxen-in-deutschland/ (Download am 13.10.2023).
- Shaxson, Nicholas (2019): The Finance Curse. How Global Finance is Making Us All Poorer, New York.



Mit der Ökonomisierung rücken die Qualität der Versorgung und deren verlässliche Gewährleistung in der Hierarchie der Organisationsziele von Gesundheitsdienstleistern weiter nach unten. Die Patient:innen haben also – wie im Falle der Pflegeheimketten bereits skizziert – das Nachsehen. Bei der Ökonomisierung von MVZ steigt sogar das Risiko, dass gut bezahlte Maßnahmen auch dann durchgeführt werden, wenn sie medizinisch nicht notwendig sind, während medizinisch indizierte, aber schlecht bezahlte Therapieschritte unter Umständen unterbleiben (zum Folgenden Li/Zöllner/Peters 2023). So bezeichnet z. B. die Ober Scharer Gruppe, die einer schwedischen PE-Gesellschaft gehört und augenmedizi-



Mit der Ökonomisierung rücken die Qualität der Versorgung und deren verlässliche Gewährleistung in der Hierarchie der Organisationsziele von Gesundheitsdienstleistern weiter nach unten

nische Eingriffe anbietet, Operationen offen als ‚Werttreiber‘. Gehören allgemeinmedizinische und fachärztliche MVZ zu einem Konzern, wie dies bei der Kette Dr. med. Kielstein (ebenfalls in PE-Eigentum) der Fall ist, liegt der Verdacht in der Luft, dass die allgemeinmedizinischen MVZ an die konzerneigenen fachärztlichen MVZ besonders viele Patient:innen überweisen. Die von einer PE-Gesellschaft gesteuerte Holding Alanta, die einerseits in ihrem Unternehmen ZytoService Krebsmedikamente herstellt, an-

ZUM AUTOR

Bernhard Emunds, geb. 1962, Dr. rer. pol., Professor für Sozialphilosophie und Christliche Gesellschaftsethik sowie Leiter des Oswald von Nell-Breuning-Instituts für Wirtschafts- und Gesellschaftsethik der Phil.-Theol. Hochschule Sankt Georgen. Forschungsschwerpunkte: Grundlagen der Wirtschaftsethik, Ethik der Erwerbs- und Sorgearbeit, Ethik der Finanzmärkte, Ethik der Wohnungspolitik.

Neuere Veröffentlichungen:

- Häusliche Pflegearbeit gerecht organisieren (Arbeitsgesellschaft im Wandel), Weinheim – Basel 2022 (gemeinsam mit Jonas Hagedorn, Marianne Heimbach-Steins und Lea Quaing).
- Was sollen und dürfen Banken tun? Gesellschaftliche Erwartungen in und nach der Finanzkrise, Frankfurt/Main – New York 2022 (hg. gemeinsam mit Michael Faust, Jürgen Kädtler und Ulrich Klüh).
- Urbaner Boden, Vierteljahrsheft zur Wirtschaftsforschung 91/1 (2022) (hg. gemeinsam mit Julian Degan).
- Kirchliches Vermögen unter christlichem Anspruch (Katholizismus im Umbruch 11). Freiburg i. Br. 2020 (gemeinsam mit Stephan Goertz).

dererseits über ein Krankenhaus onkologische MVZ betreibt, steht unter dem Verdacht, die Ärzt:innen in den MVZ bestochen zu haben, besonders große Mengen der konzerneigenen Medikamente zu verschreiben.

Eine wichtige Aufgabe künftiger Wirtschaftspolitik besteht insgesamt darin, den PE-Investitionen Rahmenbedingungen zu geben, die diese im Interesse der Mitarbeiter:innen und der Kund:innen der aufgekauften Unternehmen sowie aller Bürger:innen disziplinieren. Die nationalstaatliche Politik oder, besser noch, die EU-Politik könnte z. B. Regelungen verabschieden, welche Unternehmenskäufe nur solchen Investor:innen erlauben, die sich nicht durch die Niederlassungen in einer Steueroase der Besteuerung entziehen. Oder die Möglichkeiten zu *debt pushdowns* könnten eingeschränkt werden. Mit Blick auf die

Versorgungsqualität bei Gesundheitsdienstleistungen sollten Investitionen von PE-Fonds oder anderen privat-gewinnwirtschaftlichen Organisationen in Anbieter von Gesundheitsdienstleistungen ganz verboten werden. Die in Deutschland bereits bestehende Beschränkung für die Trägerschaft von MVZ wäre z. B. so weiter zu entwickeln, dass auch das indirekte – z. B. durch eine Krankenhausgesellschaft vermittelte – Eigentum privat-gewinnwirtschaftlicher Akteure an MVZ verboten wird. PE-Gesellschaften und andere gewinnwirtschaftliche Akteure, die bereits Eigentum an Anbietern von Gesundheitsdienstleistungen erworben haben, sollten enteignet und dafür selbstverständlich entschädigt werden; die Einrichtungen bzw. Anbieter wären in öffentliches oder gemeinnütziges Eigentum zu überführen bzw. zurückzuführen.