

FINANZMÄRKTE

Härtetest fürs Kartenhaus

Nach dem Hypothekengeschäft steckt auch das Gewerbe der Firmenjäger in der Kreditklemme. Milliarden schwere Übernahmen lassen sich nicht mehr auf Pump finanzieren. Nun droht die Private-Equity-Blase zu platzen – auch auf Kosten ahnungsloser Fondsanleger.

Der Profit liegt im Exit: Wer im Gewerbe der Firmenjäger Geld schefeln will, muss sich aus dem Staub machen, bevor das Kartenhaus zusammenfällt.

Stephen Schwarzman ist ein Meister dieses Private-Equity-Geschäfts – und der Exit-Strategie. Der Chef von Blackstone hat mit Firmenübernahmen Milliarden verdient. Allein im vorigen Jahr fädelte er Deals im Wert von 102 Milliarden Dollar ein. Zu seinen Eroberungen zählen so prominente Namen wie Legoland und die Hilton-Hotels – sowie ein Anteil an der Deut-

hätten sie kaum erwischen können: Wenig später krachten die Finanzmärkte zusammen – und damit wohl auch die Hoffnungen von Rivalen wie Henry Kravis und George Roberts (KKR) auf ein ähnlich lukratives Emissionsgeschäft.

Inzwischen ist der Markt für Private Equity, dem Kravis noch vor kurzem „goldene Zeiten“ prophezeite, ausgetrocknet. Neue Deals gibt es nicht mehr – und in den alten schlummern unkalkulierbare Risiken, für die Fonds und ihre Anleger, aber auch für die Banken und die Finanzmärkte insgesamt.

nehmen aufkauften, von der Börse nehmen, sanierten und später zu Traumrenditen wiederverkauften. Großanleger pumpen immer mehr eigenes Geld und Banken immer mehr Kredite in die Kassen der wundersamen Geldvermehrter.

Kein Geschäft schien zu groß zu sein. Die Finanzjongleure von Cerberus schnappten sich vor wenigen Monaten den Autobauer Chrysler. Zuvor gerieten auch immer wieder deutsche Dax-Konzerne wie etwa die Commerzbank oder der Reifenbauer Continental ins Visier der Firmenjäger. Branchengrößen wie Thomas Krenz,



Private-Equity-Manager Kravis, Roberts, Krenz, Schwarzman: „Der Markt für Großkreditgeschäfte ist geschlossen“

schen Telekom. Blackstone wurde 2006 zum weltweit größten Firmenaufkäufer der „Heuschrecken“-Branche, Schwarzman stieg vom Krämersohn aus Philadelphia zum Multimilliardär mit verschwenderischem Lebensstil auf. Am 22. Juni brachte Schwarzman sein Unternehmen an die Börse. Und obwohl der Kurs inzwischen rund 35 Prozent unter dem Höchststand liegt, kann sich der Blackstone-Chef gut zwei Monate nach seinem Wall-Street-Debüt mit einem weiteren Rekord schmücken: als Mann mit dem wahrscheinlich besten Timing für einen profitablen Abgang.

Beim Blackstone-Börsengang kassierten er und seine Partner noch mal 2,8 Milliarden Dollar ab. Einen besseren Zeitpunkt

Die größte Finanzkrise seit dem Crash der New Economy und den Terroranschlägen vom 11. September 2001 fordert immer neue Opfer: Zahlungsunfähige amerikanische Hausbesitzer ließen reihenweise Hypothekenbanken kollabieren. Dann wurden große Hedgefonds, deutsche Landesbanken und institutionelle Investoren weltweit mit dem Kreditvirus infiziert. Kursstürze an den Börsen vernichteten innerhalb weniger Tage in den Depots von Aktionären mehrere tausend Milliarden Euro.

Jetzt sind die Stars der Private-Equity-Szene dran. Jahrelang galten sie als Wunderkinder der Finanzindustrie, als begnadete Sanierer, die unterbewertete Unter-

Deutschland-Chef von Permira, wurden bewundert – und gefürchtet.

Nun hat die Krise am US-Hypothekenmarkt auch dem Übernahmemonopoly die Existenzgrundlage entzogen: Billiges Geld von gierigen Gläubigern, die dabei die Risiken vergessen, gibt es nicht mehr.

Im August stürzte das Transaktionsvolumen, laut Angaben von Thomson Financial, mit insgesamt 3,2 Milliarden Dollar auf den tiefsten Stand seit vier Jahren.

„Der Markt für Großkreditgeschäfte ist geschlossen“, erklärt Urs Wietlisbach den Absturz. Seine Schweizer Partners Group gehört mit einem verwalteten Vermögen von 22 Milliarden Franken zu den weltweit



Börse in New York

Die neue Bescheidenheit zieht ein

größten Investoren in Fonds von Private-Equity-Häusern.

„Für Milliardenübernahmen wird es wohl in den nächsten sechs Monaten keine Finanzierungen geben“, bestätigt Stefan Zuschke vom Beteiligungsfonds BC Partners, „und aufgrund des zu erwartenden Preisdrucks auch keine Unternehmensverkäufe.“

Noch vor wenigen Monaten hatten die Banken den „Heuschrecken“ gegen hohe Kommissionen die Finanzierungen hinterhergeworfen und damit Übernahmepreise und Verschuldungsgrad der Beutefirmen in astronomische Höhen geschaubt.

Ähnlich wie im Geschäft mit US-Hypotheken folgte der Leichtsinns einem einfachen Gesetz: Aus den Büchern, aus dem Sinn. Weil die Banken ihre Private-Equity-Kredite ganz einfach paketweise an gierige Investoren weiterverkaufen konnten, „sind sie übermütig geworden“, sagt Experte Wietlisbach, „sie haben immer höhere Finanzierungen zugesagt, die Vergabekriterien immer mehr gelockert.“

Am Ende gab es Kredite zu immer laxeren Bedingungen. Bei konservativen Finanzierungen löst die Nichteinhaltung von Gewinnvorgaben Alarm aus und holt die Geldgeber der Firmen lange vor einer möglichen Pleite an den Verhandlungstisch. „Zuletzt gab es dieses Warnsystem nicht mehr“, sagt ein deutscher Banker. Das sei mit einem Auto zu vergleichen, das schneller fahren soll und bei dem man darum die Bremsen ausbaut, um Gewicht zu sparen.

So legten KKR und andere für den texanischen Energiekonzern TXU ein 44-Milliarden-Dollar-Angebot auf den Tisch. Oder Bell Canada: Der kanadische Telefonkonzern sollte für über 48 Milliarden Dollar in neue Hände wechseln – Weltrekord. „Die Party ist außer Kontrolle geraten“, stellte das US-Magazin „Fortune“ fest.

Und verantwortlich dafür sind ausgerechnet jene modernen Finanzinstrumente, die angeblich die Weltfinanzmärkte sicherer denn je machen sollten: Schulden werden an Anleger rund um den Globus weitergereicht, sie werden gestückelt, gemischt und neuverpackt – aber unzureichend etikettiert.

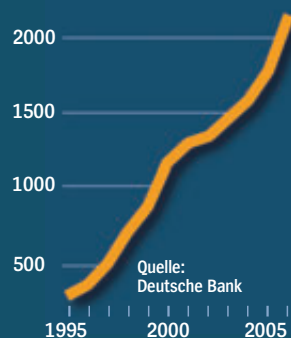
Welcher Anleger, der bewusst die risikoreichen Börsen meidet, ahnt schon, dass auch in vermeintlich sicheren Fonds solche Risiken schlummern? Wer weiß überhaupt noch, wo die Risiken liegen?

Die Verteilung der Risiken sollte Schocks absorbieren. So weit die Theorie. Ob sie ihren Praxistest besteht, wird in den nächsten Monaten an den Weltfinanzmärkten zu besichtigen sein.

Die handelbaren Kreditpakete wurden begehrt. Den Inhalt der Pakete kannten die Käufer selten. „Plötzlich dominierten Leute den Markt, die keine Ahnung hatten

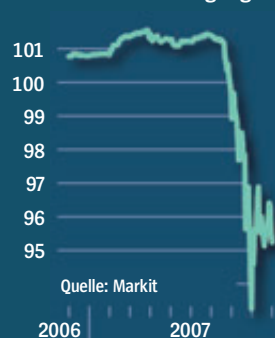
Übernommen?

Verwaltetes Vermögen der Beteiligungsgesellschaften, weltweit in Mrd. Dollar



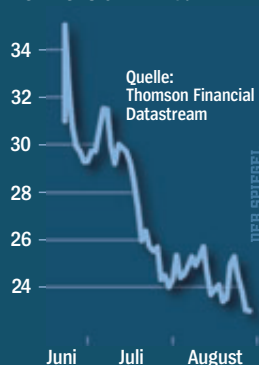
Wertindex für Kredite

Der Index „LevX senior“ zeigt die Wertentwicklung von Krediten zur Finanzierung von Unternehmensbeteiligungen



Blackstone-Aktienkurs

seit dem Börsengang des Private-Equity-Unternehmens am 22. Juni



und Kredite wie Aktien kauften“, erinnert sich ein Banker. Da habe man natürlich jeden Deal gemacht, „wir konnten ja alles verkaufen, die Investoren haben es uns aus den Händen gerissen“.

Wie am Fließband produzierten Spezialisten sogenannte Collateralized Loan Obligations, kurz CLOs. In diese Vehikel entsorgten die Banken ihre Private-Equity-Kredite. Großanleger wie Hedgefonds und Versicherungen kauften von diesen Gesellschaften blind die nach Verlustrisiko abgestuften Anleihen. Aber auch die Manager von vermeintlich sicheren Geldmarkt- und Rentenfonds griffen zu.

Allein im ersten Quartal dieses Jahres flossen noch 157 Milliarden Dollar in solche Anlageprodukte – deutlich mehr als im ganzen Jahr zuvor. Jahresrenditen von bis zu 20 Prozent lockten. Die CLO-Papiere bekamen von den Rating-Agenturen teilweise gar Höchstnoten, obwohl in den Kreditpaketen längst nicht nur Qualitätsware verschnürt war. Daraus folgte die perfekte Sicherheitsillusion – wie schon im Fall der neuverpackten und weitergereichten US-Ramschhypotheken.

Deshalb fürchten sich längst auch die Experten der Europäischen Zentralbank (EZB) vor einem neuen Dominoeffekt, der die aktuellen Beben massiv verstärken könnte. In ihrem jüngsten Monatsbericht sehen die Währungshüter „einige Ähnlichkeiten“ mit dem Subprime-Hypothekenmarkt in den Vereinigten Staaten.

Der hohe Fremdkapitalanteil bei den jüngsten Firmenübernahmen lasse sich mit der „hohen Beleihungsgrenze bei Subprime-Hypotheken vergleichen“, schreibt die EZB, ebenso vermutet sie „aufgeweichte Kreditvergabestandards“. Und selbst die höchste Instanz des europäischen Geldgeschäfts tappt völlig im Dunkeln bei der Frage, von wem die weitergereichten Kreditrisiken letztlich gehalten werden. Das bleibe „doch sehr intransparent“.

Noch sind keine Ausfälle in den Kreditpaketen bekanntgeworden. Im Gegensatz zu den zahlungsunfähigen Häuslebesitzern in den USA gibt es bei den Portfolio-Unternehmen der Private-Equity-Häuser bislang noch keine Pleitewelle.

Das kann sich schnell ändern. Fallende Immobilienpreise dürften in den USA den Konsum drücken, selbst wenn Präsident George W. Bush, wie vergangenen Freitag angekündigt, ein Hilfsprogramm für die klammen Eigenheimbesitzer auflegt. Auch die Champagnerlaune der deutschen Verbraucher hat sich gelegt, die Konjunkturaussichten trüben sich ein. Den bis an die Schmerzgrenze verschuldeten Übernahmeopfern der „Heuschrecken“ könnte zuerst die Luft ausgehen – zumal die Zinsen weiter steigen dürften.

Die Banken bewerten ihre verkauften Kreditsünden aus den Boom-Tagen längst mit einem deutlichen Abschlag. Die LevX-Indices, die eine Gemeinschaftsfirma von

Großbanken wie die Deutsche Bank und Barclays erstellt, sind seit Wochen auf Talfahrt. Sie basieren auf Kreditwerten von je über 30 Private-Equity-finanzierten Firmen wie dem Fischstäbchenimperium Iglo Birds Eye, Telefondienstleister Debitel oder dem Mode-Label Tommy Hilfiger.

Bei einigen wackelt das finanzielle Kartenhaus bereits bedrohlich. So stehen der Werkstatkette ATU demnächst unangenehme Verhandlungen mit den Gläubigern bevor. Ein Kreditvolumen von über einer Milliarde Euro hatte der US-Private-Equity-Gigant KKR in seine ATU-Beteiligung gepumpt. In diesem Fall stellten die

Kreditgeber noch Bedingungen. Vorgegebene Profitzahlen dürfen nicht unterschritten werden, sonst kann der Kredit fällig gestellt werden.

Der Ernstfall scheint nah. Der warme Winter und die forsche Expansion ließen die Profite von ATU schrumpfen. Da brachte auch die Einwechslung von Formel-1-Legende Michael Schumacher als Werbefigur keine Wende im Schuldenrennen. Die Rating-Agentur Moody's stuft vergangene Woche die Bonität der Schrauber runter. Jetzt hilft nur noch geschicktes Verhandeln, sonst bringt der nächste milde Winter womöglich das Aus.

Sollte die Anzahl der Firmenkonkurse bald anziehen, dürfte „auch so mancher Fonds, der in Kreditpapiere investiert hat, leiden“, prophezeit Wietlisbach. „Selbst Lieschen Müller, die ihr Geld vorsichtig in Geldmarktfonds geparkt hat, kann dann verlieren“, warnt ein Insider.

Vorher müssen jedoch die Investmentbanken bluten. Weil der Markt für Kreditverschiebereien tot ist, sitzen sie auf den Finanzierungen der letzten großen Deals. Weltweit verstopfen Zusagen von rund 400 Milliarden Euro die Bankbilanzen.

Rund 50 Deals in der Milliardenliga, schätzt Citigroup-Analyst Prashant Bhatia,

wurden durch die Kreditkrise kalt erwischt – viele, wenn nicht alle, müssen nun neuverhandelt werden, manchen droht das komplette Scheitern. „Es wird Monate brauchen, um diesen Rückstand aufzuarbeiten“, sagt er.

Entsprechend zäh ließ sich etwa die Finanzierung der Chrysler-Übernahme regeln. Amerikas größter Heimwerkermarkt, Home Depot, musste den Verkaufspreis seiner Großhandelssparte um 18 Prozent auf rund acht Milliarden Dollar senken.

Die guten Zeiten für Private Equity seien aber „nicht vorbei“, macht sich BC-Partners-Manager Zuschke Mut, auch

wenn die Renditen tendenziell zurückgingen. Künftig müssen er und seine Branchenkollegen mehr Eigenkapital ihrer Großanleger einschießen.

Sicher vorbei sind vorerst die paradiesischen Zeiten für Investmentbanker. Weil niemand mehr Kreditpapiere kauft, gibt es für die Banken kein Neugeschäft und damit auch keine exorbitanten Kommissionseinnahmen. „Sollte wie momentan der Markt für Firmenübernahmen stillliegen, werden die Investmentbank-Gewinne zurückgehen“, sagt Wietlisbach.

Die hohen zweistelligen Eigenkapitalrenditen der vergangenen Jahre, die Top-

„Selbst Lieschen Müller, die ihr Geld vorsichtig in Geldmarktfonds geparkt hat, kann verlieren.“

Manager wie Deutsche-Bank-Chef Josef Ackermann gern präsentierten, waren nur möglich, weil im Gegensatz zu früher keine Großkredite in den eigenen Büchern lagen und mit Eigenkapital unterlegt werden mussten. Sie kassierten „lediglich die Provisionen für das Arrangieren der Finanzierung“, meint Wietlisbach.

An der Wall Street zieht schon die neue Bescheidenheit ein. Investmentbanker, Hedgefonds-Manager und Private-Equity-Investoren machen sich mit dem Gedanken vertraut, dass es mit den üppigen Jahresendvergütungen beim nächsten Weihnachtsfest wohl nicht mehr so laufen wird wie bisher. 16,5 Milliarden Dollar hatte allein Goldman Sachs im vorigen Jahr an seine Mitarbeiter ausgeschüttet, Bankchef Lloyd Blankfein kassierte einen 50-Millionen-Dollar-Bonus – ein ähnlicher Geldsegen ist diesmal nach drastischen Problemen im eigenen Hedgefonds-Geschäft nicht zu erwarten. Der Aktienkurs der Vorzeigebank sackte zuletzt um 25 Prozent ab.

„Es gibt jede Menge Pessimismus da draußen“, sagt der Chef des New Yorker Headhunter-Unternehmens Whitney Group, Gary Goldstein.

Und auch in der Geschichte um die größten Yachten und protzigsten Anwesen werden für die „master of the universe“ jetzt neue Kapitel geschrieben. Etwa das von John Devaney: Der Gründer der Hedgefonds-Gesellschaft United Capital Markets war vor wenigen Wochen in solche Schwierigkeiten geraten, dass er die Auszahlungen an seine Fondsinvestoren stoppen musste. Wenig später brachte er für 23,5 Millionen Dollar seine 43-Meter-Yacht „Positive Carry“ auf den Markt, ebenso sein 16-Zimmer-Anwesen im Skiort Aspen, Colorado. Devaney hatte es erst im November für gut 16 Millionen Dollar erworben.

Fürs Erste bleiben dem Mann nur noch sein Hubschrauber, der „Gulfstream“-Privatjet und eine Strandvilla in Florida.

BEAT BALZLI, FRANK HORNIG