

Aufstieg und Fall der Titanen

**Die wilden Jahre von
Private Equity und Hedge-Fonds**

Torsten Riecke / Michael Maisch

Teil I

Die Firmenpiraten greifen an

A. Die Rückkehr der Barbaren

Als Franz Müntefering im April 2005 in einem Interview mit der *Bild am Sonntag* Private-Equity-Firmen als »Heuschrecken« titulierte, glaubte der damalige SPD-Chef einem neuen, gefährlichen Trend in der Wirtschaft auf der Spur zu sein: »Manche Finanzinvestoren verschwenden keinen Gedanken an die Menschen, deren Arbeitsplätze sie vernichten – sie bleiben anonym, haben kein Gesicht, fallen wie Heuschreckenschwärme über Unternehmen her, grasen sie ab und ziehen weiter. Gegen diese Form von Kapitalismus kämpfen wir.« Die Heuschrecke war geboren.

In dem provozierenden Vergleich drückt sich jedoch nur das Unverständnis Münteferings und seiner selbsternannten Kammerjäger aus, das Finanzinvestoren schon seit Jahrhunderten begleitet. Ob Heuschrecke, Barbar, Finanzhai oder Spekulant – aus all diesen Begriffen spricht das tiefe Misstrauen einer breiten Öffentlichkeit gegenüber dem angeblich unproduktiven Tun der Finanzbranche.

Bereits bei Karl Marx findet sich die Ambivalenz gegenüber den Finanziers. Einerseits beschreibt er zutreffend ihre wachsende Bedeutung in der Entwicklung des Kapitalismus. Andererseits bleiben ihm die »Händler des Geldkapitals« und deren »zinstragende Papiere« suspekt. Marx schreibt im dritten Band von *Das Kapital*: »Mit der Entwicklung des Kreditwesens werden große konzentrierte Geldmärkte geschaffen. (...) Die Bankiers stellen dem Gelichter dieser Händler das Geldkapital des Publikums massenhaft zur Verfügung, und so wächst diese Brut von Spielern.« Das war vor mehr als 140 Jahren.

Das Misstrauen hat sich bis heute gehalten. Die modernen Kredit-, Währungs- und Termingeschäfte mit ihren abstrakten Finanzprodukten wie Derivaten und Optionen erscheinen den meisten Menschen als eine undurchschaubare Welt, die sich vom realen Wirtschaftsgeschehen weit entfernt hat. Dass an den Terminbörsen in Chicago nicht gefrorene Schweinehälften, sondern vielmehr Optionen auf diese Schweinehälften gehandelt werden, wird oft als Beleg für das spekulative Eigendasein der Finanzmärkte angeführt. Dass komplex strukturierte Finanzprodukte wie Collateralized Debt Obligations (CDOs) die tickenden Zeitbomben der jüngsten Finanzkrise waren, hat das Misstrauen gegenüber der mitunter obskuren Finanzwelt weiter verstärkt. Insbesondere in Deutschland, einem Land, das sich seiner Erfinder rühmt, aber seine Finanziers längst vergessen hat.

Wer dieser Tage nach den großen Unternehmerpersönlichkeiten der vergangenen 150 Jahre fragt, bekommt Namen wie Henry Ford, Bill Gates oder Robert Bosch zu hören. Finanziers wie John Pierpont Morgan, die Rothschilds oder Hermann-Josef Abs kommen den Leuten kaum in den Sinn. Obwohl ihr Beitrag zum wirtschaftlichen Fortschritt sich mit dem der Industriekapitäne durchaus messen kann. Man denke nur an die Rolle, die Banken beim Wiederaufbau der deutschen Wirtschaft nach dem Zweiten Weltkrieg gespielt haben. Jeder weiß die unternehmerische Leistung des Erfinders Thomas Edison zu würdigen. Aber nur wenige außerhalb der Finanzwelt erinnern sich daran, dass unsere Wirtschaft heute weitaus weniger dynamisch wäre, wenn der Amerikaner Michael Milken die Finanzierung der Unternehmen nicht mit seinen Junk-Bonds (Schrottanleihen) revolutioniert hätte.

Ganz unschuldig sind die Finanziers nicht daran, dass ihr Wirken der Öffentlichkeit unheimlich geblieben ist. Allzu oft wurden ihre Erfolge durch Finanzskandale überschattet. Das war schon Mitte des 19. Jahrhunderts der Fall, als der amerikanische Finanzier Jay Gould mit zweifelhaften Geschäftsmethoden die Eisenbahnindustrie der USA aufmischte. In Erinnerung blieb das Bild eines skrupellosen, von Habgier getriebenen Finanzhais. Dass Gould die Eisenbahnbranche auch zu mehr Effizienz trieb, ist längst vergessen. Auch JP Morgan wurde wegen seines Reichtums und seiner monopolistischen Machtgelüste angefeindet. Ohne seine Finanzkünste hätte die amerikanische Wirtschaft jedoch kaum ihre erste große Übernahmewelle um die Jahrhundertwende zu einer tiefgreifenden Restrukturierung und Konsolidierung genutzt.

JP Morgan war es auch, der als einer der Ersten den Reiz von fremdfinanzierten Übernahmen erkannte. Als Morgan 1901 aus acht Stahlgesellschaften den Koloss U. S. Steel formte, finanzierte er den Jahrhundert-Deal im Wert von damals unvorstellbaren 480 Millionen Dollar zu einem großen Teil mit Anleihen, so dass er nur 25 Millionen Dollar in bar auf den Tisch legen musste.

In den Aufsichtsräten (Board) vieler von ihm finanzierter Unternehmen übernahm Morgan die Rolle des strengen Finanzkontrolleurs und achtete so darauf, dass die Eigentümer (Aktionäre) nicht von einem selbtherrlichen Management ausgebeutet wurden. Auch das ist eine Parallele zum Vorgehen der modernen Private-Equity-Könige. Die Ära der großen Finanziers endete in Amerika mit dem Börsencrash 1929. Danach verloren die Bevölkerung und die Politik das Vertrauen in die Künste der Wall Street. Der US-Kongress reagierte mit dem Glass-Steagall-Act, der das Haus Morgan dazu zwang, sich in drei Teile aufzuspalten: eine Geschäftsbank JPMorgan, eine

4 Die Firmenpiraten greifen an

Investmentbank Morgan Stanley und eine ausländische Bank in London unter dem Namen Morgan Grenfell.

Von diesem Rückschlag erholte sich die Finanzwelt erst in den 70er Jahren. Und wieder waren es private Finanzinvestoren in Amerika, die eine neue Ära des Geldes einläuteten. Damals befand sich die US-Wirtschaft auf dem absteigenden Ast. Das Wachstum stagnierte, die Preise stiegen. Angst vor der aufstrebenden Macht Japan lähmte die Wirtschaft. Von der Unterhaltungselektronik über Autos bis hin zu Stahlprodukten – in vielen Bereichen saßen den US-Unternehmen die japanischen Konkurrenten im Nacken. Oligopole bremsen den Wettbewerb zu Hause und machten die Firmen lethargisch. Nach einer weiteren Fusionswelle dominierten Konglomerate die Unternehmenswelt. An etwa 80 Prozent aller Firmentransaktionen zwischen 1965 und 1975 war ein Mischkonzern beteiligt. Selbstherrliche Managerfürsten regierten die Geschäftswelt und versuchten ihre Macht und ihren Reichtum dadurch auszuweiten, dass sie mit Hilfe von Akquisitionen meist blindlings in neue Branchen expandierten.

Ein gutes Beispiel für diese kopflose Expansionslust war der amerikanische Mischkonzern International Telephone and Telegraph Corp. (ITT). Der damalige Konzernchef Harold Geneen kaufte innerhalb von 20 Jahren rund 350 Unternehmen zusammen, viele davon, wie etwa Hotels und Versicherungen, hatten mit dem industriellen Kerngeschäft des Konzerns nichts zu tun. Anders als der dezentral aufgestellte Industriekonzern General Electric (GE) versuchte Geneen, sein Imperium an der kurzen Leine zu führen. Einmal im Monat rief er sein Management-Team zu einer Marathonsitzung in New York oder Brüssel zusammen. Vier Tage und Nächte lang wurden dann auf Geheiß des Chefs alle Winkel des Firmenimperiums ausgeleuchtet. Das Ergebnis war ein unbeweglicher Koloss ohne jegliche Dynamik.

Nicht nur in der Wirtschaft kam es zum Stillstand. Auch politisch fiel Amerika in eine tiefe Depression. Die Watergate-Affäre führte zum Rücktritt von Präsident Richard Nixon. Nach einem kurzen Intermezzo mit Gerald Ford zog Jimmy Carter 1977 ins Weiße Haus ein. Seine glücklose Amtszeit wurde durch die Ölkrise überschattet. Besiegelt wurde das politische Schicksal Carters jedoch durch die 14-monatige Geiselnahme von mehr als 50 US-Diplomaten in der Botschaft in Teheran und einen missglückten Befreiungsversuch. Ein Symbol für die damalige Machtlosigkeit der Supermacht Amerika.

Wie so oft in der amerikanischen Geschichte setzte die Gegenbewegung schon während der Krise ein. An Universitäten und in politischen Zirkeln

wurde bereits der intellektuelle Boden für das wirtschaftliche Comeback des Landes bereitet. Dass der marktradikale Nationalökonom Milton Friedman 1976 den Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften erhielt, war ein Signal für die kommende Wende.

Die Finanztricks des Barons von Münchhausen

Auch in der Finanzwelt vollzog sich damals von vielen unbemerkt eine Revolution. Mitte der 70er Jahre hatten sich in New York Jerome Kohlberg, Henry Kravis und George Roberts zusammengefunden. Nachdem die drei bei der Investmentbank Bear Stearns ihre ersten Erfahrungen mit so genannten Bootstrap-Transaktionen gemacht hatten, gründeten sie 1976 unter dem Kürzel KKR ihre eigene Firma. Der Begriff Bootstrapping geht auf die sagenhaften Geschichten vom Baron von Münchhausen zurück. In der amerikanischen Fassung zieht sich der legendäre Adlige allerdings nicht am Schopf, sondern an den Schlaufen seiner Stiefel (*bootstraps*) aus dem Sumpf. In der Finanzwelt bedeutet Bootstrapping nichts anderes als den Versuch, ein Unternehmen mit Hilfe seiner operativen Einnahmen zum Erfolg zu führen. Von hier ist es nur noch ein kleiner Gedankensprung bis zum modernen Leveraged Buy-out oder LBO. Der Job von Kohlberg, Kravis und Roberts war es nämlich, mit wenig Eigenkapital und viel Fremdmitteln Firmen aufzukaufen, die sich dann mit Hilfe ihres freien Mittelzuflusses (Cashflow) selbst aus dem Schuldensumpf ziehen sollten.

In der damaligen konservativen Bankenwelt kam diese Finanzinnovation einer Revolution gleich. Insbesondere die Bonitätsprüfer der großen Ratingagenturen Standard & Poor's und Moody's hatten bis dahin immer in den Rückspiegel auf die bisherige Kredithistorie geschaut. Jetzt sollten nicht der Bilanzgewinn eines Unternehmens oder seine Vermögensbestände über den Wert und den Kreditrahmen entscheiden. Wichtiger ist nach Meinung der Finanzinvestoren, ob eine Firma in der Lage ist, die Schuldenlast durch den künftigen Cashflow zu schultern.

Auf die übernommenen Firmen hat der Schuldendienst zudem eine disziplinierende Wirkung. Sind die Manager angesichts der permanent drohenden Zahlungsunfähigkeit doch dazu verdammt, ihr Unternehmen fit zu machen. Fehler kann man sich kaum erlauben. Oft führt das erzwungene Fitnessprogramm zu harten Sanierungsmaßnahmen, die das Unternehmen völlig umkrepeln und den Abbau zahlreicher Arbeitsplätze beinhalten können. Neben der Schuldenpeitsche gibt es für die Manager aber auch ein Zuckerbrot. Oft beteiligen die Finanzinvestoren nämlich das Management direkt

am Kapital und somit am Erfolg des LBO. Die Führungsriege hat dadurch einen hohen finanziellen Anreiz, die Profitabilität ihres Unternehmens zu verbessern und somit den Wiederverkaufswert zu steigern.

Geht die Rechnung auf, verkaufen die Buy-out-Künstler die Firma nach ein paar Jahren zu einem höheren Preis und streichen einen entsprechend hohen Gewinn ein. Durch die smarte Finanzierungstechnik der ursprünglichen Übernahme können die Finanzinvestoren die Rendite auf ihr spärlich eingesetztes Eigenkapital enorm steigern.

Mit der Wahl Ronald Reagans 1980 änderte sich auch die politische Großwetterlage in Amerika. Durch die so genannten Reaganomics wurde die US-Wirtschaft von ihren Fesseln befreit. In Großbritannien war zeitgleich die »Thatcher-Revolution« in vollem Gange. Unter Reagan wurden in den USA Monopole wie die Telefongesellschaft AT&T zerschlagen und Schlüsselbranchen wie die Luftfahrt liberalisiert. Die staatlichen Aufsichtsbehörden ließen ihre Zügel schleifen. Wettbewerbshüter im Justizministerium stellten das langjährige Kartellverfahren gegen den Computerbauer IBM ein. Der Etat der Börsenaufsicht SEC wurde zusammengestrichen. Auch wenn der Hollywood-Präsident mit seiner Deregulierung zum großen Teil nur das umsetzte, was sein Vorgänger Carter bereits auf den Weg gebracht hatte, war es der unerschütterliche Optimismus Reagans, der die Selbstzweifel im Land hinwegfegte und den American Dream wiederbelebte.

In kaum einer Rede des neuen Präsidenten fehlte das Loblied auf den freien Markt und das Unternehmertum. So war es nur folgerichtig, dass die neue Administration für Unternehmen und reiche Privatleute kräftig die Steuern senkte. Reagan erhoffte sich davon einen wirtschaftlichen Schub, von dem dann auch die restliche Bevölkerung profitieren würde (*trickle-down economics*). Eine Hoffnung, die sich nur zum Teil erfüllte. Zur Bilanz der Reagan-Jahre gehört nach Meinung der Kritiker eben auch, dass sich der Abstand zwischen Arm und Reich enorm vergrößerte. Dabei hatte der Präsident seinen Landsleuten zu Beginn seiner achtjährigen Amtszeit versprochen: »Ich möchte vor allem erreichen, dass Amerika ein Land bleibt, in dem jeder reich werden kann.«

An der Wall Street wurde der Aufruf des Präsidenten für bare Münze genommen. Ausgestattet mit den wachsenden Finanzmitteln der Reichen begannen Investmentbanker und Finanzinvestoren, ein ganz großes Rad zu drehen. Händler wie John Gutfreund bei Salomon Brothers, Robert Rubin bei Goldman Sachs und Lew Glucksman bei Lehman Brothers gaben den