



Peter Jungen (links) war 25 Jahre lang als Topmanager tätig, zuletzt als CEO der Strabag, und baute ab 1991 sein eigenes Unternehmen auf. Er ist Angel Investor, Präsident des European Enterprise Institute und Mitgründer des European Business Angel Network. Der Engländer Richard Burton (rechts) leitet bei PricewaterhouseCoopers (PwC) das deutsche Private-Equity-Geschäft im Bereich Transaction Services und ist zudem Leader Private Equity bei PricewaterhouseCoopers Eurofirms.

# Heuschrecken oder Honigbienen?

Was uns Private Equity bringt, und wer sich davor fürchten muss:  
Richard Burton (PwC) im Gespräch mit Business Angel Peter Jungen.

Interview: Detlef Gürtler

**pwc:** Private Equity ist in den vergangenen Jahren im großen Stil in Deutschland aktiv geworden. Warum sind die großen Player dabei allesamt britische oder US-Fonds?

**Burton:** Das hat zuallererst historische Gründe. In den USA und Großbritannien wurden die großen Fonds vor 25 oder 30 Jahren gegründet und haben das Geschäft nach und nach aufgebaut. Ein Fonds, der heute über 10 oder gar 20 Milliarden Dollar verfügt, kann das nur, weil er in den Jahren und Jahrzehnten zuvor mit geringeren Volumina erfolgreich war. Er ist seit vielen Jahren im Geschäft, hat große Erfolge gehabt, hat Misserfolge überlebt und ist deshalb jetzt in der Lage, in großem Stil Geld einzusammeln – und auszugeben.

**Jungen:** Aber dass diese Fonds allesamt dort gegründet wurden, hat in erster Linie mit der ökonomischen Kultur zu tun. Unsere Kultur ist Loan-based, sie stellt das Fremdkapital ins Zentrum. Die angelsächsische Kultur ist Equity-based und kreist um das Eigenkapital. Diese Equity-Kultur ist im 19. Jahrhundert von Europa aus nach Amerika exportiert worden – und bei uns spätestens mit der Weltwirtschaftskrise der 30er-Jahre verloren gegangen. Heute lieben die Europäer, und die Deutschen besonders, das Kapital, aber nicht den Kapitalisten.

**Kapital ohne Kapitalisten:** Das war, überspitzt formuliert, die Struktur der Deutschland AG, in der Banken und Versicherungen faktisch die Eigentümerfunktion übernahmen – also die Fremdkapitalgeber.

**Jungen:** Aber das ist in der globalisierten Welt an seine Grenzen gestoßen. Ohne den Kapitalisten auch kein Kapital. Private Equity bringt uns jetzt die Eigenkapitalkultur wieder, die die Europäer selbst in die USA gebracht hatten. Und es ist nicht nur eine Eigenkapitalkultur, sondern auch eine

Eigentümerkultur – und damit kehrt der König in sein Schloss zurück.

**Burton:** Bei den Private-Equity-Fonds kann man gar nicht mehr schwarz-weiß zwischen angelsächsischen und deutschen Fonds unterscheiden – es handelt sich in erster Linie um internationale Fonds. Nehmen wir KKR, für viele der bekannteste Private-Equity-Fonds auf der Welt: KKR bekommt Geld auch von deutschen Investoren, das Europa-geschäft wird von einem Deutschen geführt, und in den Teams vor Ort arbeitet KKR überwiegend mit deutschen Mitarbeitern.

**Kann sich die Equity-Kultur jetzt in Deutschland nur deshalb breitmachen, weil sich die Deutschland AG in den Jahren zuvor aufgelöst hat?**

**Burton:** Der Verlust der Machtbasis der großen deutschen Banken hat sicherlich eine sehr wichtige Rolle gespielt. Entscheidend für die Entwicklung waren auch der Einfluss der EU, beispielsweise auf die Landesbanken, und vor allem Basel II. Dadurch werden für deutsche Unternehmen die Kreditkonditionen aus traditionellen Quellen weniger vorteilhaft als in der Vergangenheit, was sich positiv auf neue Finanzierungsmöglichkeiten wie Private Equity auswirkt. Allerdings auch auf die Eigenkapitalausstattung der Unternehmen.

**Jungen:** Dadurch werden wir endlich gezwungen zu hinterfragen, warum die Eigenkapitalausstattung der nicht börsennotierten deutschen Unternehmen so jämmerlich ist. Das liegt zum einen daran, dass die Bildung von Eigenkapital in Deutschland steuerlich diskriminiert wird und zum anderen daran, dass es für nicht börsennotierte Unternehmen schlicht keinen Zugang zu Eigenkapital gab. Private Equity ist der einzige Weg, mit dem sie Eigenkapital bekommen können.

Das hieße also: Private-Equity-Investitionen in Deutschland sind Entwicklungshilfe. Sie helfen den Deutschen dabei, wieder eine Eigentümerkultur zu entwickeln.

**Burton:** Das Wort Entwicklungshilfe ist etwas irreführend, weil es so klingt, als ob dort jemand bewusst etwas Gutes tut. Das steht bei den Private-Equity-Fonds überhaupt nicht im Vordergrund. Die Investoren würden nicht so viele Unternehmen in Deutschland kaufen, wenn sie nicht glauben würden, dass sie damit selbst viel Geld verdienen können.

**Jungen:** Das ist wie beim Bäcker bei Adam Smith. Der liefert uns keine frischen guten Brötchen, weil er uns etwas Gutes tun möchte, sondern weil er gelernt hat, dass sich frische und gute Brötchen am besten verkaufen. Und dadurch, dass die Fonds nur an sich selbst denken, helfen sie, den Restrukturierungsprozess zu beschleunigen. Private Equity ermöglicht jetzt den deutschen Konzernen, die Unternehmensteile loszuwerden, die sie loswerden wollen – vielleicht nicht zum maximal erzielbaren Preis, aber dafür schnell und in Cash.

**Viele finden, die Konzerne sollten überhaupt nicht an Private Equity verkaufen.**

**Jungen:** Ach, die Deutschen mögen es nie, wenn ein Konzern eine Sparte verkauft. Wenn es gut geht, soll man nicht verkaufen, denn dann gibt es keinen Grund dafür. Und wenn es schlecht geht, soll man auch nicht verkaufen, weil man dann nichts dafür kriegt. Dabei spricht nichts dagegen, Unternehmensteile zu verkaufen, wenn man meint, die Erlöse aus dem Verkauf und das bisher gebundene Kapital an anderer Stelle produktiver arbeiten lassen zu können.

**Burton:** Die Historie zeigt, dass viele Konzernsparten, die von Private Equity gekauft

wurden, als unabhängige Unternehmen wesentlich erfolgreicher geworden sind – mit höheren Wachstumsraten und besseren Renditen. In den meisten Fällen wurden dabei auch netto Arbeitsplätze geschaffen.

Und dann gibt es da die anderen Fälle ...

Burton: Es kann ja nicht immer alles positiv sein.

Jungen: In der gleichen Zeit, in der die so genannten Heuschrecken in Deutschland 8.000 Beschäftigte freigesetzt haben, haben die Dax-Unternehmen etwa 100.000 Beschäftigte freigesetzt. Kein Journalist, kein Politiker hat sich über die 100.000 empört – aber alle über die 8.000. Obwohl auch diese Freisetzungen eher nicht die Folge der Übernahme durch Private Equity

waren, sondern aus Fehlern resultierten, die das alte Management begangen hatte.

Geht das eigentlich so weiter? Oder ist Private Equity nur eine Modeerscheinung?

Jungen: Wir stehen gerade erst am Anfang. Das Potenzial ist noch nicht einmal im Ansatz ausgeschöpft. Und es gibt ja immer noch so viel Kapital auf den Märkten.

Burton: Wir haben es hier sicherlich mit einer langfristigen Entwicklung zu tun. Aber in dieser Entwicklung gibt es Wellen. Im Moment treiben wir auf einer Welle mit relativ hohem Niveau. Das wird noch 12 bis 18 Monate so anhalten. Und danach wissen wir noch nicht so genau, was passiert. Wenn ein oder zwei Fälle kritisch werden, wenn mal ein Milliarden-Buy-out platzt, wird

das erst einmal einen Schock im Finanzmarkt auslösen.

Sie wollen mir aber doch jetzt keinen Namen nennen ...

Burton: ... nein, nein. Direkt hätte zwar nur der betroffene Fonds ein Problem. Aber die Auswirkungen auf den Finanzmarkt werden gravierender sein. Derzeit geben die Banken noch sehr hohe Kredite für Buy-outs. Wir dürfen auf keinen Fall davon ausgehen, dass es dabei bleiben wird.

Können wir uns denn alle darüber freuen, wenn sich Private Equity dauerhaft bei uns einnistet? Oder gibt es jemanden, der sich nicht darüber freuen kann?

Jungen: Ja, möglicherweise das Führungspersonal. Zumindest ein Management, das sich im „rheinischen Kapitalismus“ kuschelig eingerichtet hat, wird Schwierigkeiten mit einem Private-Equity-Eigentümer haben.

Burton: Man kann die Rolle des Managements nach einer Übernahme durch Private Equity etwa mit der eines Trainers vergleichen, dessen Mannschaft in die Bundesliga aufgestiegen ist. Der Druck auf ihn ist ungleich höher als zuvor und wenn er den neuen Anforderungen nicht gewachsen ist, ist er auch sehr schnell draußen. Aber wenn er es schafft, sich in dem neuen Umfeld zu behaupten, kann er durch Erfolgsbeteiligung auch für sich persönlich einen wesentlich höheren Ertrag erzielen.

Jungen: Private Equity belohnt nur das gute Management, nicht das schlechte. Und daran sollten auch die Mitarbeiter ein Interesse haben, denn nichts gefährdet ihre Arbeitsplätze mehr als ein schlechtes Management. Und nichts sichert sie mehr als unternehmerisch eingesetztes Kapital.

Also fördert Private Equity die unternehmerischen Anteile der Management-Aufgabe ...

Jungen: ... und wer das nicht bringt, der ist dann eben „nur“ Manager, also Verwalter. Auch das wird ja gebraucht – aber eben nicht so gut bezahlt.

## „Private Equity bringt die Eigentümerkultur nach Europa: Der König kehrt in sein Schloss zurück.“





## „Wenn mal ein Milliarden-Buy-out platzt, wird das einen Schock im Finanzmarkt auslösen.“

Wenn jetzt immer mehr Private-Equity-Fonds immer mehr Unternehmen kaufen – an wen verkaufen sie die hinterher?

Burton: Es gibt verschiedene Exit-Möglichkeiten. Es gibt den Trade Sale an ein Unternehmen aus der gleichen Branche, es gibt den IPO und den Secondary Buy-out, also den Verkauf an andere Private-Equity-Fonds. Im Moment ist letzteres recht beliebt. Aber das kann ja nicht ewig so weitergehen – obwohl wir schon die Erfahrung gemacht haben, dass es bei ein und demselben Unternehmen sogar drei- oder viermal so gehen kann. Aber die Welt verändert sich jeden Tag. Die Unternehmen bleiben nicht die gleichen, auch das Umfeld, in dem

sie sich bewegen, ändert sich. Damit kommen auch immer wieder neue potenzielle Käufer ins Spiel ...

Jungen: ... auch Investoren, von denen heute in der Öffentlichkeit noch kaum gesprochen wird. Chinesische und indische Unternehmen zum Beispiel ...

Burton: ... bei PwC denken wir ständig an solche Investoren ...

Jungen: ... ist doch gar keine Frage, dass die kommen werden. Wo sollten sie denn sonst mit ihren Überschüssen hin? Die Chinesen interessieren sich für Marken und für

Märkte und wollen am liebsten Unternehmen kaufen, die funktionieren und nicht erst mühselig saniert werden müssen. Und genau das bekommen sie von Private Equity. In den nächsten fünf bis zehn Jahren wird das eine immer wichtigere Rolle spielen.

Burton: Im Moment allerdings eher noch nicht. Derzeit bieten Chinesen nicht das Ausmaß an Transaktionssicherheit, das sich die Verkäufer erwarten würden. Aber das kommt, und ich rechne nicht damit, dass es noch fünf Jahre dauern wird – eher zwei oder auch nur ein Jahr. Die indischen Unternehmen dagegen haben großes Interesse an Teilen der deutschen Automobilindustrie. Diese Bewegung kann nur stärker werden.

Und irgendwann wird die Welt von Private Equity beherrscht.

Jungen: Es ist durchaus möglich, dass die großen Private-Equity-Häuser in Konkurrenz treten zu den großen Industriekonzernen – weil sich der eigentümergeorientierte Führungsansatz der industriellen Konzern-Logik des Korporatismus als überlegen erweist.

So wie die völlig unkorporatistische, renditegetriebene General Electric heute besser zurecht kommt als eher strategiegetriebene Konzerne ...

Burton: ... weshalb sich General Electric auch nicht vor Private Equity fürchten muss ...

Jungen: Wobei gerade durch Private Equity eine neue Art von Welt AG entsteht – aber hochgradig flexibel und innovativ. Und schon Marx hat gesehen: Solange der Kapitalismus noch innovationsfähig ist, bricht er nicht zusammen. In diesem Sinne wird der Kapitalismus durch Private Equity lebensfähiger gemacht.

Es hätte uns also nichts Besseres passieren können als Private Equity?

Jungen: Doch. Private Equity 15 Jahre früher.

Private-Equity-Fonds werden auf lange Sicht eine große Rolle in der deutschen Wirtschaft spielen. Die neue Eigenkapitalkultur erhöht gleichermaßen die ökonomische Dynamik und den Druck auf das Management.

## Kontakt

richard.burton@de.pwc.com  
Tel. 069 9585-1251