

---

## 8. Private Equity-Konferenz NRW

Düsseldorf, 19.05.2014

- Dr. Thomas Ludwig -

*Die Bedeutung von Private Equity für den  
Industriestandort Deutschland*

Meine Damen und Herren,  
danke für die Einladung, der ich gerne nachgekommen bin.

Aus dem Kreis von Familienunternehmern gibt es immer wieder Vorträge, die die größere Nachhaltigkeit, eine besondere Unternehmenskultur und eine Unternehmensstrategie allein im Interesse des Unternehmens als herausragende Merkmale für Familienunternehmen bezeichnen. Es entsteht der Eindruck, die Familie versucht das Unternehmen auf immer und ewig zu halten. Diese Botschaft wird auch allen Stakeholdern, vor allem der Belegschaft, gerne vermittelt. Dies wird dann in einen Gegensatz zu börsennotierten Unternehmen oder Unternehmen in der Hand von Investoren, vor allem Private-Equity-Investoren, gesetzt.

Dabei wird den Letzteren kurzfristiges Profitdenken und insbesondere dem Management als Hauptziel die eigene Einkommensmaximierung unterstellt. Diese Kritik hat sich, auch in der Öffentlichkeit, seit der Finanzkrise verstärkt und leider auch als pauschaler Vorwurf gegen die Manager als Berufsstand gerichtet.

Sind also Familienunternehmen tatsächlich generell beste Eigentümer, also Best Owner für das Unternehmen? Kann man diese Frage überhaupt allgemein beantworten? Lassen Sie uns diese Frage zum Startpunkt nehmen, die unterschiedlichen Inhaber von Unternehmen – Familienunternehmen, börsennotierte Unternehmen und Unternehmen in der Hand von Private-Equity-Investoren – zu betrachten und unterschiedliche Tendenzen aufzuzeigen. Dabei geht es mir vor allem heute um die Frage, welche Bedeutung Private Equity als eine Form von Eigentümer neben Familienunternehmen und börsennotierten

Unternehmen für den Industriestandort Deutschland oder, allgemeiner formuliert, für die deutsche Wirtschaft hat. Ich liefere hier keine wissenschaftliche Studie ab, sondern nur eine persönliche Bilanz. Ich möchte Ihnen meine Sicht des Private-Equity-Geschäftes erläutern, aus der sich dann die Bedeutung für unsere Wirtschaft ableitet.

Dabei werde ich meine Erfahrung als Manager und Unternehmer, der in fast allen Eigentümerkonstellationen gearbeitet hat, einbringen. So war ich in nun 38 Jahren tätig: im Familienunternehmen, in einem Unternehmen, das von einer gemeinnützigen Stiftung gehalten wurde, in einem Konzernunternehmen, dessen Holding börsennotiert war, in einem Börsenunternehmen, in einem Unternehmen mit Private-Equity-Eigentümer und nun als Partner in einem Private-Equity-Unternehmen. Hört sich nach einer stattlichen Sammlung an, geradezu als sei ich ein Jobhopper gewesen. Aber es waren nur drei Unternehmen, die jedoch, Krisen geschuldet, häufig neue Eigentümer bekamen. Stellt sich natürlich direkt die Frage: Welcher Eigentümer war der Beste? Bitte ein wenig Geduld, die Antwort kommt später.

Meine Ausführungen gliedern sich wie folgt:

Ohne Zahlen geht es nicht, deshalb

1. eine kurze quantitative Analyse der Unternehmenslandschaft.
2. Was zeichnet eigentlich Private Equity aus?
3. Warum gibt es eine abnehmende Tendenz von börsennotierten Unternehmen?
4. Sind Familienunternehmen grundsätzlich nachhaltiger erfolgreicher als von Finanzinvestoren gehaltene Unternehmen?
5. Welche Bedeutung kann Private Equity für Familienunternehmen haben?

Also erstens zu den Zahlen.

Ich möchte drei Klassen von Unternehmen unterscheiden: börsennotierte Aktiengesellschaften, Familienunternehmen und von Private-Equity-Investoren gehaltene Unternehmen. Es gibt in Deutschland ca. 800 börsennotierte Aktiengesellschaften, die zum Teil auch noch Familienaktionäre haben, 15.000 nicht börsennotierte Aktiengesellschaften, ca. 1 Mio. Gesellschaften mit beschränkter Haftung, also GmbHs. Der Anteil der familienkontrollierten Unternehmen an allen Unternehmen, also auch Personengesellschaften, beträgt 93 %. Familienunternehmen sind überproportional in der kleinsten Unternehmensgrößenklasse mit weniger als 10 Beschäftigten vertreten. Familienkontrollierte Unternehmen haben einen Anteil von 54 % an der Gesamtbeschäftigung und einen Anteil von 49 % am Gesamtumsatz. In den Top 500 Familienunternehmen arbeiten weltweit ca. 4,3 Mio. Personen. Diese Unternehmen erwirtschaften einen Umsatz von über 900 Mrd. €. Also unstrittig: Familienunternehmen haben den bedeutendsten Anteil an Unternehmen in Deutschland.

Wie sieht es mit von Private-Equity-Fonds gehaltenen Unternehmen aus? In 2013 wurden ca. 4,7 Mrd. € in ca. 1.200 Unternehmen von Private-Equity-Gesellschaften investiert. Heute sind ca. 5.000 Unternehmen im Besitz von Private-Equity-Fonds mit einem Umsatz von rd. 200 Mrd. € und rd. 1 Mio. Beschäftigten. Das sind deutlich mehr als börsennotierte Unternehmen. Interessant ist, dass nur wenige der Unternehmen einen Umsatz von mehr als 100 Mio. € haben. Es sind unter 10 %. Dies zeigt: Bereits heute ist die Finanzierung durch Private Equity überwiegend eine Finanzierung von KMU-Unternehmen. Anhand dieser Zahlen wird schon deutlich, Private Equity ist als eine Form der Eigentümerschaft am Unternehmen auch in Deutschland etabliert und

notwendig. Der volkswirtschaftliche Nutzen von Private Equity ist mittlerweile in Wissenschaft und Praxis unbestritten.

Kommen wir zum zweiten Punkt: Was leistet Private Equity? Zuerst fällt vielen ein: Heuschrecke und Private Equity. Wenn Sie bei Wikipedia Heuschrecke eingeben, erscheint:

- Heuschrecken, eine Ordnung der Insekten;
- Heuschrecke, eine Selbstfahrlafette – ein Panzerprototyp aus dem 2. Weltkrieg und
- Heuschreckendebatte, in dieser: ein abwertender Begriff für bestimmte Investoren.

Man sollte meinen, bei der bereits heute gegebenen Bedeutung sei es selbstverständlich, Private Equity als eine vollständig akzeptierte und erwünschte Form als Inhaber von Unternehmen zu betrachten. Leider weit gefehlt! Ist man in dieser Branche tätig, wird man natürlich direkt als Heuschrecke gebrandmarkt. Zu verdanken habe ich dies Franz Müntefering, dem als SPD-Vorsitzender 2005 dieser nette Vergleich einfiel, den die Branche nicht mehr losgeworden ist, als er sich über notwendige Strukturmaßnahmen bei der Armaturen-Firma Grohe, ein Betrieb in seinem Wahlkreis, ärgerte. Es stört mich persönlich nicht, ein solch possierliches Tierchen zu sein, habe ich doch nach nun 9 Jahren Erfahrung mit Private Equity ein ganz anderes Selbstverständnis gewonnen.

Aus der Verteufelung von Private Equity ist in der Folge keine große Liebe seitens der Politik, der Medien oder auch des deutschen Mittelstandes geworden. Aber es ist doch eine zunächst vorsichtige, dann aber deutlichere Annäherung an eine realistischere Einschätzung in den letzten Jahren zu verzeichnen.

Während die Marktteilnehmer zunehmend eine realitätsbezogene Haltung zum Thema Private Equity einnahmen, taten und tun sich Teile der Politik und Presse weiter schwer. Jede der, eigentlich recht wenigen, Pleiten von Firmen im Eigentum von Private-Equity-Fonds in den letzten 10 Jahren – bei Tausenden von Pleiten von Unternehmen insgesamt – wird schnell zur Abrechnung mit dem in den Hinterköpfen ungeliebten System Private Equity genutzt. Dabei sind doch die Gründe für solche Fälle immer die Gleichen, die auch gelten, wenn Familienunternehmen oder börsennotierte Unternehmen in Schwierigkeiten geraten: unternehmerische Fehlentscheidungen und schlechtes Management. Ich kann aber nicht eine systematische, allein auf Private Equity bezogene Korrelation erkennen, wenn solche Unternehmen scheitern.

Die empirische Wissenschaft bestätigt das wahre Bild. Die aktuelle Auswertung von 1.800 M&A-Transaktionen von Private-Equity-Firmen durch die School of Management in Paris hat ergeben: Hinweise, dass die Private-Equity-Branche systematisch Arbeitsplätze vernichtet, gibt es nicht. Im Gegenteil: Private-Equity-Investoren retten in Rezessionsphasen mehr Jobs als andere Investoren.

Also: Was leistet eigentlich Private Equity? Vorab eine Anmerkung: Es gibt bei Private-Equity-Fonds, nicht überraschend bei so vielen, deutliche Unterschiede der Fonds untereinander. Diese Unterschiede gelten nicht nur im Hinblick auf die Größe, sondern auch die Unternehmensphilosophie etc. Ich werde über mein Verständnis von Private Equity hier sprechen.

Ein Private-Equity-Fonds investiert das Geld seiner Anleger in der Regel in Unternehmen. Es besteht häufig die falsche Annahme, der Fonds

habe Geld auf dem Konto. Dies ist nicht der Fall. Die Investoren verpflichten sich, bis zu einem bestimmten Geldbetrag über die Laufzeit des Fonds Geld für Investitionen einzuzahlen, wenn der Fonds Geld abrufen.

Die Fonds finanzieren mit einer Kombination von Eigen- und Fremdkapital, erhalten keine Zinsen, machen in der Regel keine Ausschüttungen und der Gewinn verbleibt im Unternehmen. Ihr Ziel ist die Werterhöhung des investierten Eigenkapitals zwischen Erwerbs- und Wiederverkaufszeitpunkt. Der Planungszeitraum hierfür ist 3–10 Jahre. Private Equity ist ein nachhaltiger Investor, ein Stabilitätsfaktor. Das klingt für manches Ohr fremdartig.

Warum ist das so? Sicher nicht, weil Private-Equity-Investoren im Gegensatz zu strategischen Investoren ihre Unternehmen ausbeuten und dann verbrannte Erde hinterlassen. Glaubt denn jemand im Ernst, dass diejenigen, die einem Private-Equity-Investor beim Weiterverkauf seines Investments einen mehrfachen Preis zahlen, den er selbst zu entrichten hatte, dies tun, weil das Unternehmen ausgeblutet und ohne Zukunft ist? Das Unternehmen ist nach 3–5 Jahren im Eigentum eines Private-Equity-Investors schlicht um ein Vielfaches wertvoller geworden und ganz offensichtlich ein weit begehrteres Objekt als zuvor. Dass ein wertvolleres Unternehmen für Mitarbeiter in aller Regel auch ein sichereres Unternehmen ist, versteht sich von selbst.

Ein gutes Beispiel ist mein altes Unternehmen Klöckner & Co SE. Als ich Ende 2003 die Führung übernahm, war es ausgeblutet, nachdem es jahrelang ohne klare Führung bei der E.ON durch wandelnde Zeiten dümpelte. 2004 übernahm der Private-Equity-Investor Lindsay Goldberg das Unternehmen. Eine Alternative – strategischer Investor oder Börse – gab es zu diesem Zeitpunkt nicht. 2006 konnten wir an die Börse gehen, nachdem das Unternehmen auf Grund der guten wirtschaftlichen

Entwicklung börsenreif geworden war. Wir fanden eine neue Heimat und tatsächlich für Klöckner & Co den Best Owner, und stiegen schnell in den MDax auf. Als ich Ende 2009 Klöckner verließ, hatten wir das Eigenkapital von rd. 400 Mio. € 2003 auf 1,1 Mrd. € 2009 erhöht und statt Schulden von 700 Mio. €, Guthaben von 150 Mio. €. Zudem hatten wir mehr als 20 Unternehmen zugekauft. Ausbeutung eines Unternehmens geht anders.

Warum entwickeln sich Unternehmen im Eigentum von Private-Equity-Investoren in vielen Fällen so viel besser als bei den Alteigentümern, seien es Konzerne oder Familienunternehmen? Dies ist keine Hexerei, sondern einfach nachzuvollziehen. In aller Kürze nur Stichworte:

Der erste Vorzug für Private Equity liegt im Transaktionsprozess beim Erwerb einer Unternehmensbeteiligung.

Das fängt mit einer klaren Festlegung der Akquisitionsstrategie und einem systematischen Screening des Marktes an, setzt sich mit der professionellen Due Diligence in allen relevanten Kategorien fort, einschließlich der finanziellen Modellierung des Investment-Cases, dem sich eine ebenso professionelle Verhandlung des Kaufvertrags und der Finanzierungsverträge anschließt.

In solchen Phasen versammeln sich um das nur aus wenigen Personen bestehende Fonds-Management-Team Expertenkreise von 30 Personen und mehr. Dabei besteht die jederzeitige Bereitschaft, den Übernahmeprozess abubrechen, sollte sich die Balance zwischen Risiken und Chancen verschlechtern. Die beim M&A-Verhalten klassischer Unternehmen häufig anzutreffende Argumentation mit strategischen Vorteilen ohne wirkliche Ergebnisrelevanz gibt es hier



nicht. Nüchternheit herrscht vor und nicht die bei strategischen Investoren häufige Emotionalität, einen Deal unbedingt machen zu müssen. Die branchenübliche Relation von 10–20 untersuchten Deals zu einem realisierten Deal sagt zur Qualität des Auswahlprozesses im Grunde alles.

### Zweiter Punkt, die Organisation:

Das Fondsmanagement arbeitet auf einer Hierarchiestufe mit dem Management der Beteiligung zusammen. Hautnah, im Grunde wie im privaten Mittelstand. Die Ebene Aufsichtsrat besteht, wo sie formal notwendig ist, hat faktisch aber kaum Bedeutung, zumal die meisten Beteiligungen in Form einer GmbH geführt werden.

Ziele und Strategien werden vom Fonds- und Unternehmensmanagement gemeinsam erarbeitet. Risiken werden gemeinsam sorgsam abgewogen, aber dann auch bewusst gemeinsam getragen. Entscheidungen fallen schnell und auf kurzem Weg. Lange Ausarbeitungen sind verpönt. Die Umsetzung folgt auf dem Fuße. Die operative Verantwortung liegt uneingeschränkt dezentral in der Hand des Managements, das aber einem strikten Controlling unterliegt. Alle Vorgänge sind transparent. Man informiert sich gegenseitig tagesbezogen. Es gibt keine Heimlichkeiten, kein Beiwerk, keine Politik, keine faulen Kompromisse. Prestigeverhalten, Ämter, Orden, Titel, Machtsymbole spielen keine Rolle. Unser Fonds Lindsay Goldberg verwaltet zurzeit Unternehmen mit rd. 11 Mrd. US\$ Umsatz. Wir haben ca. 30 Professionals, die die Unternehmen begleiten, die zugleich auch für neue Akquisitionen des Fonds zuständig sind. Vergleiche mit der Hauptverwaltung von Mischkonzernen wie Siemens oder ThyssenKrupp

erspare ich Ihnen. Wir suchen zwischen unseren Gesellschaften keine Synergien, die es bei der Breite des Geschäftsportfolios gar nicht geben kann. Und beherzigen die gute Regel: Versuche nie ein totes Pferd zu reiten.

Alles ist auf die systematische Erhöhung des Unternehmenswertes ausgerichtet. Das, was nicht nachweisbar diesem Ziel dient, wird nicht angefasst. Dies dürfte bei gut geführten Familienunternehmen ähnlich sein.

### Dritter Punkt, der Umgang mit dem Faktor Kapital:

Die Finanzierung wird projektbezogen strukturiert, genauestens angepasst an den Businessplan. Eigen- und Fremdkapitaleinsatz werden sorgsam abgewogen. Die Höhe des Fremdkapitaleinsatzes, in Relation zum Eigenkapital oder dem operativen Ergebnis, der sogenannte Leverage, ist ein häufig genannter Kritikpunkt gegenüber Private-Equity-Investoren. Richtig ist: Mancher Investor hat es in der Vergangenheit übertrieben und auch die Quittung in Form eines Bruchs der Covenants oder sogar der Insolvenz bekommen. Auch heute verleiten niedrige Zinsen zu hohem Leverage. Wir, Lindsay Goldberg, machen das nicht. So haben wir zum Beispiel bei dem Erwerb von Weener Plastik GmbH in 2012 den Kaufpreis vollständig mit Eigenkapital bezahlt und haben im Klartext damit die Verschuldung des Unternehmens nicht erhöht. Unangemessene hohe Verschuldungsgrade sind kein Prinzip von richtig verstandener Finanzierung in Unternehmen von Private-Equity-Investoren. Lindsay Goldberg stattet ihre Portfolio-Unternehmen mit ausreichend Eigenkapital aus, um die Wachstumsfinanzierung

abzusichern. 40 % des investierten Geldes des Fonds gehen in die eigenen Portfolio-Unternehmen.

Grundsätzlich gilt: Private-Equity-Manager betreiben stringentes Kapitalmanagement, mit dem Fremdkapital und erst recht mit dem Eigenkapital. Dem optimierten Kapitaleinsatz im Anlage- und Umlaufvermögen wird gleiche Priorität eingeräumt wie der Steigerung des operativen Gewinns. Im Ergebnis läuft dies auf eine Maximierung des Free (Freien) Cash Flow hinaus, der konsequent zur Bedienung der Fremdmittelkosten und zu deren Tilgung eingesetzt wird.

Die starke Fokussierung auf die Finanzierung ist eine große Stärke von Private Equity geführten Unternehmen. Der extreme Blick auf die Kassenlage hat mich immer stark an solides deutsches Mittelstandsverhalten erinnert.

Und schließlich das vierte Kriterium, einer der wohl wichtigsten Punkte für den Erfolg der Asset-Klasse Private Equity: Die unmittelbare Kapitalbeteiligung des Unternehmensmanagements.

Fondsinvestoren und Unternehmensleitung: Alle sind als Eigentümer eingebunden in die gleichen Chancen, die gleichen Risiken und die gleiche Haltezeit des Investments. Sie mögen denken: Aktienoptionen, wie sie Vorstände von börsennotierten Aktiengesellschaften erhalten, zielen doch in die gleiche Richtung. Dies tun sie leider nicht. Sie haben keine Downside, wie sie die Aktionäre selbst haben, und jeder kann verkaufen, wann er will. Interessengleichheit also zwischen Managern und Eigentümern gibt es eigentlich nicht.

Divergenz der materiellen Interessen innerhalb des Aktionärskreises und des Managements hier und völlige Gleichrichtung dieser Interessen aller Beteiligten dort. Dies ist bei uns, Lindsay Goldberg, ein in Stein gemeißelter Grundsatz. Wir behandeln Management, Fondsmanager und Investoren alle gleich. Und Begriffe wie Sweet Equity etc. gibt es bei uns nicht. Ich meine, insoweit kann man auch bei Unternehmen von Private-Equity-Investoren von inhabergeführten Unternehmen sprechen, denn die verantwortlichen Manager des Fonds und des Unternehmens sind mit eigenem Geld am Unternehmen beteiligt – nicht mehrheitlich, aber immer signifikant.

Private-Equity-Unternehmen sind erfolgreich, weil sie flache Hierarchien haben, den Faktor Kapital mit hohem Fokus bewirtschaften, Fonds- und Unternehmensmanagement mit eigenem Geld am Unternehmen beteiligen und einen professionellen Kaufprozess führen. In meinem Verständnis sind sie guten inhabergeführten Unternehmen durchaus ähnlich, aber völlig anders als Konzernunternehmen, insbesondere, wenn sie börsennotiert sind. Die Fähigkeit von Private-Equity-Investoren, ihre Unternehmen langfristig, nachhaltig und erfolgreich zu führen, kann, glaube ich, nicht mehr bestritten werden. Der Anteil der von Private-Equity-Fonds gehaltenen Unternehmen wird in Zukunft zunehmen, da in vielen Fällen andere Kapitalgeber, Familienunternehmen oder die Börse, nicht zur Verfügung stehen.

Wenden wir uns damit unserer dritten Frage zu: Warum gibt es eine abnehmende Tendenz von börsennotierten Unternehmen?

Wer Erkenntnisse über längerfristige Kapitalmarktentwicklungen gewinnen möchte, tut gut daran, in die USA zu schauen, denn meistens

schwappen Tendenzen des dortigen Marktes mit Zeitverzug zu uns herüber. Fast unbemerkt von der Öffentlichkeit ist von 1990 bis 2012 die Zahl der börsennotierten Unternehmen in den USA um 38 %, von ca. 6.600 auf 4.100, zurückgegangen. Dazu passt dann, dass es zugleich bei Börsengängen einen Einbruch um nahezu 70 % zum Durchschnittswert des Vergleichszeitraums 1980 bis 2000 gegeben hat. Dem steht ein andauernder Anstieg der inhabergeführten, in der Rechtsform einer Partnerschaft organisierten Unternehmen gegenüber, bei denen Private Equity als bedeutendste Teilgruppe hervorsticht. Für Deutschland ergibt sich ein ähnlicher Prozentsatz von Unternehmen, die in den letzten 10 Jahren den geregelten Markt verlassen haben.

Was sind die Gründe für diese Entwicklung? Der amerikanische Ökonom Gerald Davis kündigt den Niedergang der vom Management dominierten Publikumsgesellschaft an, die die amerikanische Wirtschaft seit den dreißiger Jahren des letzten Jahrhunderts prägte. Er greift damit eine These des Harvard-Ökonomen Michael Jensen auf, der bereits 1989 die Ablösung der Public Corporation als dominante gesellschaftsrechtliche Organisationsform durch inhabergeführte Unternehmensformen voraussah, vor allem durch Private-Equity-Fonds.

Welche Gründe werden für diese Entwicklung angeführt? Zunächst gilt der Versuch, Management- und Eigentümerinteressen durch den umfassenden Einsatz von Stock Options und anderen Formen aktienbasierter Vergütungssysteme miteinander in Einklang zu bringen, als gescheitert. Die vielfältigen Möglichkeiten des Managements, zugrundeliegende Benchmarks zu ihren Gunsten zu beeinflussen, wirken ebenso negativ wie falsche Anreize für das Management, den Cash Flow in ungezügelt Expansionsinvestments unter Vernachlässigung von

Wirtschaftlichkeitsgesichtspunkten zu leiten. Megainsolvenzfälle wie Enron oder WorldCom haben auch auf massive kriminelle Energie mit der Folge gravierender finanzieller Schäden hingewiesen. Konsequenz hieraus ist eine außerordentliche Intensivierung staatlicher Regulierung – Stichwort Sarbanes-Oxley Act – mit umfassenden Eingriffen in unternehmerische Abläufe und strafrechtlichen Konsequenzen bei Nichtbeachtung.

Auch in Deutschland verzeichnen wir eine laufende Verschärfung der regulatorischen Anforderungen. Stichworte hier sind Corporate Governance Code, Compliance oder zunehmende Anforderungen an Transparenz und Öffentlichkeit. Folge sind eine erhebliche Bindung von Management-Ressourcen und auch ein Anstieg der Kosten durch Regulierung. Wer heute in einem Aufsichtsrat einer börsennotierten Gesellschaft sitzt, kann hiervon ein Lied singen. All diese Entwicklungen beziehen sich aber nur auf börsennotierte Gesellschaften mit der Folge, dass dieses Kapitalmarktsegment immer uninteressanter für Investoren und Management wird. Zudem leidet die Attraktivität der Börse auch unter der Volatilität. Die Preisentwicklung von Aktien wirkt häufig fremdbestimmt und ist nur beschränkt durch die Performance des Unternehmens zu beeinflussen. Damit steht aber die Börse zum Beispiel für die Beschaffung von frischem Kapital nur noch eingeschränkt zur Verfügung.

Börsennotierte Unternehmen mit dem Bedarf an langfristigen Strategien werden Kandidaten für ein Delisting wie Dell in den USA, Gerresheimer Glas oder Douglas Holding in Deutschland. Das im Vergleich zu den USA geringere volkswirtschaftliche Gewicht der börsennotierten Unternehmen in Deutschland ist zum Beispiel am Anteil der

Marktkapitalisierung gelisteter Unternehmen am Bruttosozialprodukt ablesbar, welcher in den USA 104 %, in Deutschland gerade 33 % beträgt. Wie auch immer: Im Hinblick auf die dritte Frage nach der Bedeutung der Börse für Unternehmen können wir festhalten, dass die Attraktivität der Börse als Heimat für Unternehmen in den letzten Jahren deutlich abgenommen hat. Private-Equity-Fonds als neue Eigentümer sind aus meiner Sicht geradezu perfekt geeignet, die Börse als Kapitalgeber zu ersetzen.

Wenden wir uns nun den Familienunternehmen zu und kommen zur vierten Frage: Sind Familienunternehmen grundsätzlich nachhaltig erfolgreicher als von Finanzinvestoren gehaltene Unternehmen?

Nach meinem Eindruck besteht geradezu eine Allergie gegen Private Equity im deutschen Mittelstand. Es ist bei uns ein beliebtes Spiel, zu behaupten, nur eine Unternehmensform sei nachhaltig und erfolgreich. Natürlich kommen die Propheten solcher reinen Lehren immer aus dem jeweiligen eigenen Lager. Es gibt zahlreiche Studien, die der Frage nachspüren, ob Familienunternehmen nachweislich erfolgreicher als andere Unternehmen sind. Ich kann nicht erkennen, dass solche Studien eine signifikant bessere Performance der Familienunternehmen zeigen. Problematisch macht diese Studien häufig die Tatsache, dass die verglichenen Unternehmen in unterschiedlichen Branchen tätig sind. So sind Vergleiche mit Unternehmen aus dem Dax/MDax schwierig, da zum Beispiel im Finanzbereich oder in der Energiewirtschaft Familienunternehmen kaum zu finden sind.

Da dem Familienunternehmen im Vergleich zu von Investoren gehaltenen Unternehmen keine anderen sachlichen und personellen

Ressourcen zur Verfügung stehen und es tendenziell eher sogar geringere finanzielle Ressourcen hat, bleibt zu fragen, wo der entscheidende Vorteil im Vergleich zu anderen Unternehmen liegen soll.

Hier werden gerne zwei Thesen genannt:

1. Das Familienunternehmen ist auf Nachhaltigkeit und Langfristigkeit angelegt.
2. Das Prinzip Unternehmen vor Familie ist Garant für die Nachhaltigkeit.

Zu These 1:

Zuerst einmal: Jedes Unternehmen ist eigentlich auf Nachhaltigkeit und Langfristigkeit angelegt. Es bleibt nur zu fragen, ob dies bei Familienunternehmen stärker ausgeprägt ist. Die These ist schon allein problematisch vor dem Hintergrund der Theorie vom gesellschaftlichen Aufstieg und Abstieg von Familien in der Generationenfolge, bekannt auch als Theorem vom Verfall in der 3. Generation. Aber auch die Theorie über den Lebenszyklus des Unternehmens spricht gegen diese These. Unternehmen entwickeln sich in Phasen: Gründerzeit, Wachstumsphasen, Krisen, Anpassungsnotwendigkeiten aller Art etc. Ich glaube nicht, dass es generell für alle diese Phasen den gleichen Best Owner geben kann. Nicht jeder Eigentümer – Familie, Börse, Private Equity – wird in jeder Situation des Lebenszyklus gleich geeignet sein. Will man die Frage nach dem Best Owner beantworten, muss man sehr genau die Lage des Unternehmens und die zukünftige Strategie analysieren. Dann wird sich zeigen, wer Best Owner ist. So wird auch Private Equity niemals auf jede Unternehmenssituation passen.



Ein Beispiel ist die Gründersituation. Es war vor 100 Jahren so und es ist auch heute so: Bedeutende Unternehmen hatten bedeutende Gründer, die das Unternehmer-Gen auszeichnete. Krupp, Thyssen, Klöckner oder Bill Gates, Dietmar Hopp/Hasso Plattner, Mark Zuckerberg, aber wohl kaum Private Equity. Dann wohl eher Venture Capital, das allerdings deutliche Unterschiede zum Private-Equity-Investor hat.

Im Lebenszyklus des Unternehmens wird es nur selten einen einzigen Eigentümer geben. Unternehmen kommen und gehen. Schauen Sie sich nur einmal die Dax-Unternehmen vor 20 Jahren an. Viele sind verschwunden, aus welchen Gründen auch immer, neue sind gekommen. Kennen Sie noch Feldmühle, Deutsche Babcock, Nixdorf, Metallgesellschaft und und und? Es sind viele, die einmal im Dax notiert waren und verschwunden sind.

Familienunternehmen wollen in der Regel langfristig selbstständig bleiben. Viele Familien neigen dazu, Eigentümerstatus auf „ewig“ zu definieren. Aber Fragen nach Ewigkeit sind am besten in der Kirche aufgehoben, weniger gut bei Unternehmensfragen. Dabei droht so mancher Inhaber, das Wohl seines Unternehmens aus den Augen zu verlieren. Ich könnte zahlreiche Beispiele nennen, in denen Familien nicht loslassen können, obwohl es im Interesse des Unternehmens dringend geraten wäre. Häufig enden solche Situationen in der Insolvenz. Gerade deshalb ist mir so wichtig, Eigentümerschaft auf Zeit auch für Familienunternehmen zu sehen. Als Ziel zu definieren, das Unternehmen auch in der nächsten Generation in Familienhand zu sehen, ist zwar ehrenwert, aber gefährlich, wenn die Familie dies nicht mehr leisten kann und sich dies häufig als Hypothek herausstellt.

Meine Antwort zur vierten Frage ist klar: Nein, Familienunternehmen sind nicht erfolgreicher oder besser. Jede Eigentumsform kann erfolgreich sein, wenn die Randbedingungen stimmen. Die Frage nach dem „Best Owner“ ist nicht generell zu beantworten.

Dies führt mich zu meiner fünften Frage: Welche Bedeutung kann Private Equity für Familienunternehmen haben?

Auch wenn wir in Deutschland Verschiebungen von Public zu Private Equity nicht in diesem Maß zu erwarten haben, spricht viel dafür, dass es in der Inhaberstruktur nicht notierter Unternehmen eine Erhöhung des auf Private Equity entfallenden Anteils geben wird.

Die Gründe hierfür sind vielfältig:

1. Der Bedarf mittelständischer Unternehmen und ihrer Gesellschafter an einem außerbörslichen Markt für ihre Beteiligungen wächst.
2. Alternative Finanzierungsstrukturen mit mehr Eigenkapital sind in immer kompetitiver werdenden internationalen Märkten notwendig.
3. Inhaber finden immer seltener Nachfolger. Es fehlt den Unternehmerfamilien der eigene Nachwuchs.

Alle drei Punkte sind wichtig, bei allen dreien kann Private Equity der Schlüssel zur Lösung des Problems sein. Wenn es den außerbörslichen Markt nicht gäbe, müsste man ihn erfinden. Denn nicht viele Unternehmen sind für die Börse geeignet. Zudem sind Börsengänge nur selten möglich. Das Fenster schließt sich immer schnell und es ist wirklich schwierig, das Timing so zu gestalten, dass es beim ersten Mal gelingt.

Eine stabile Finanzierung, insbesondere Wachstumsfinanzierung bei der Globalisierung der Unternehmen, ist heute eine Schlüsselfrage für nachhaltige erfolgreiche Unternehmensführung. Ich bin immer wieder erstaunt, dass Familienunternehmen lieber mit Bankkredit arbeiten oder teurere andere Finanzvehikel – Mezzanine, Schuldscheindarlehn etc. – wählen, statt eine Finanzierung mit Eigenkapital zu wählen, die viel sicherer ist. Gerade hier könnte Private Equity helfen, auch mit Minderheitsbeteiligungen.

Eine stabile Finanzierung ist auch immer eine Abwägung der Risiken, insbesondere wenn eine Wachstumsfinanzierung gesucht wird. Es gibt immer wieder Fälle, bei denen Familienunternehmen allein diese Risiken nicht tragen können oder möchten. Beispiel Weener Plastik GmbH. Das Unternehmen hatte 18 Gesellschafter, die nicht mehr im Management vertreten waren. Die Strategie erforderte eine Globalisierung des Unternehmens, um den großen Kunden zu folgen. Es folgte ein Verkauf an Lindsay Goldberg. Was ist seitdem passiert? Nach nun 2 Jahren haben wir den Umsatz und das operative Ergebnis verdoppelt. Wir sind keine Zauberer. Was haben wir gemacht? Restriktionen beseitigt, Management gestärkt, Finanzierung auf neues Fundament gestellt und das Unternehmen auch durch Akquisitionen in Emerging Markets in eine größere Dimension geführt.

Viele Familienunternehmen stehen vor der ungelösten Frage der Nachfolge. In Deutschland fehlen Unternehmer. Ich habe manchmal das Gefühl, wir bilden an den Hochschulen nur kleine CEOs, aber leider keine Unternehmer aus. Der Nachwuchs hat in Unternehmerfamilien oft andere Interessen. Das ganze Streben eines Unternehmers ist oft darauf gerichtet, mehr zu vererben, als er einst geerbt hat, und dadurch über

seinen Tod hinaus zu erhalten, was er schuf. Aber wenn der Zeitpunkt dann kommt, den Nachfolger zu finden und selbst loszulassen, scheitern viele Inhaber, obwohl sie zeitlebens darauf hingearbeitet haben.

Die individuelle Neigung spielt bei der Berufswahl eine immer größere Rolle. Den Automatismus, dass eines der Kinder in das elterliche Unternehmen einsteigt, gibt es immer weniger. Dann ist guter Rat teuer. Viele Unternehmer zögern die Entscheidung, wie sie in dieser Lage mit dem Unternehmen weiter verfahren sollen, zu lange hinaus, weil ein Verkauf für sie gleichbedeutend mit einem Scheitern ist. Vor allem an Finanzinvestoren wollen viele auf keinen Fall verkaufen.

Hier kann aber Private Equity einen wichtigen und wertvollen Beitrag leisten. Manchmal wäre schon die Aufnahme neuer Gesellschafter eine Lösung. Aber Familienunternehmen haben häufig Angst, Investoren als Gesellschafter aufzunehmen. So war Lindsay Goldberg als Minderheitsgesellschafter bei Wacker Baumaschinen eingestiegen, um eine schwierige Gesellschaftersituation zu lösen. Dies war sehr erfolgreich. Wir haben das Unternehmen auf Wachstumskurs gebracht. Die internen Blockaden wurden überwunden. Am Ende haben die Familiengesellschafter uns die Anteile wieder abgekauft – eine, wie ich meine, perfekte Story. Es bedarf jedoch klarer Spielregeln unter den Gesellschaftern, in denen auch die Regeln für den Ausstieg des Finanzinvestors festgehalten sein müssen, um eine erfolgreiche Geschichte für alle Gesellschafter zu erreichen.

Manche Familienunternehmer scheuen die dann notwendige Transparenz und auch Professionalisierung des Managements und der Unternehmensführung, wenn ein Private-Equity-Investor als

Gesellschafter einsteigt. Mit Hinweis auf die Firmenkultur, die durch den Investor gefährdet sei, wird dann gerne dieser Konflikt zugekleistert. Das genaue Gegenteil ist häufig der Fall: Der Investor leistet große Hilfe, adäquate Strukturen im Unternehmen zu schaffen.

Ein zweiter Aspekt ist: Die langfristige Orientierung des Familienunternehmens wird gegen die angeblich kurzfristige, nur an Quick Wins orientierte Unternehmensführung von Investoren gesetzt. Dies scheint eine unausrottbare Mär zu sein. Ich sehe es gerade umgekehrt: Eine langfristig angelegte Strategie braucht jedes erfolgreiche Unternehmen. Gerade von Investoren gehaltene Unternehmen müssen nachhaltig wirtschaften, da sie immer irgendwann einen neuen Eigentümer finden müssen. Die Management-Qualität, die in der Regel von Private-Equity-Fonds gehaltene Unternehmen haben, ist ein Garant für eine langfristige und nachhaltige Strategie des Unternehmens. Die geschaffene Transparenz verhindert das Zudecken von Problemen. Langfristige Orientierung darf nicht heißen, kurzfristige Gewinnorientierung aus den Augen zu verlieren. Immer, wenn mit Strategie fehlende Profitabilität begründet wird, ist die höchste Alarmstufe erreicht.

Ich sehe das Familienunternehmen nicht generell im Vorteil. Es muss eine sehr komplexe Führungsaufgabe im Generationswechsel lösen. Wenn dies gelingt, ist es besonders aner kennenswert. Gelingt dies nicht, kann ein Eigentümerwechsel die bessere Alternative sein. Ein positives Beispiel, bei dem Eigentum und Interesse des Unternehmens maximal vernetzt sind, sind eben Private-Equity-Investoren, klassische Eigentümer auf Zeit. Der Private-Equity-Investor schafft eine Interessenidentität zwischen Unternehmen, Gesellschaftern und Management. Wie bereits ausgeführt, hat er in der Regel eine klare

Strategie, die langfristig angelegt sein muss. Die Tatsache der begrenzten Eigentümerschaft führt zur Notwendigkeit einer langfristig überzeugenden Strategie. Ansonsten wird man für das Unternehmen keine neuen Eigentümer finden. Die Zeiten der schnellen Gewinne mit Ausschücheln des Unternehmens gehören lange der Vergangenheit an. Man kann es leider nicht häufig genug wiederholen: Ein Private-Equity-Investor ist gezwungen, eine langfristig orientierte Strategie umzusetzen, denn nur so wird er auch beim unausweichlichen Exit eine Rendite erzielen können.

Die größte Hürde bleibt für viele Familiengesellschafter, dass ein Finanzinvestor, wann auch immer, das Unternehmen, sein Unternehmen, wieder verkaufen wird. Wie lange auch die Haltedauer ist – unser Fonds bei Lindsay Goldberg läuft über 20 Jahre, so dass wir sehr lange planen können, wenn dies gewünscht oder notwendig ist – irgendwann wird verkauft, aber eben ein nachhaltig wertvolleres Unternehmen an einen dann wieder Best Owner. Was ist hieran so falsch, wenn die Alternative, das Unternehmen vollständig in der Hand der Familie zu halten, keine erfolgreiche Zukunft verspricht? Nichts ist so stetig wie der Wandel. Ich bin fest überzeugt, der Unternehmer auf Zeit, nämlich der Private-Equity-Investor, kann in der Entwicklung von Unternehmen eine ganz herausragende Rolle spielen. Er kann eine Brücke vom alten Inhaber zu einem neuen langfristigen Inhaber – Strategie oder Börse – darstellen.

Nun stellt man aber in den letzten 10 Jahren mehr und mehr fest, dass Finanzinvestoren Unternehmen wieder an Finanzinvestoren weiterverkaufen. Es gibt Fälle, wo ein Unternehmen drei oder mehr verschiedene Finanzinvestoren hatte. Ist dies gut oder schlecht? Man

wird das nicht generell beantworten können. Es zeigt nur, Private Equity ist ein nicht mehr wegzudenkender wichtiger Teil des Kapitalmarkts, ohne den viele Unternehmen heimatlos würden. Nicht jedes Unternehmen wird dafür geeignet sein, von Private Equity zu Private Equity gereicht zu werden. Hier müssen dann Strategen oder die Börse als neuer Eigentümer, als Best Owner, gefunden werden.

Meine Damen und Herren,

sollte jemand von Ihnen zu den Verführten politischer Polemik über Private Equity und deren medialer Überhöhung gehört haben, hoffe ich, ihn ein wenig bekehrt zu haben. Und diejenigen, die ohnehin schon von Private Equity überzeugt waren und vielleicht sogar gute Erfahrungen in dieser Asset-Klasse gemacht haben, kann ich nur bitten, weiterhin mit mir das Loblied von Private Equity zu singen. Ich denke, Private Equity hat das alles in allem verdient. Wir sollten endlich aufhören, in den jeweiligen Lagern uns gegenseitig bessere oder schlechtere Performance vorzuwerfen, sondern wir sollten die Gemeinsamkeiten erkennen und zugleich wesentlich stärker auf die spezifische Situation des Unternehmens abstellen, die allein für die Frage nach dem Best Owner relevant ist.

Ich muss noch meine Eingangsfrage beantworten: Welche Unternehmensform ist für mich persönlich auf Grund meiner Erfahrungen die Beste? Die Antwort ist klar: generell keine. Es kommt immer auf die Umstände, die besondere Lage des Unternehmens an. Und nicht jeder Private-Equity-Investor passt zu jedem Unternehmen. Wie heißt es so schön beim Fußball: Entscheidend ist es auf dem Platz. Und für unser Thema: Entscheidend sind vor allem die Menschen, die das Unternehmen als Gesellschafter und Manager führen und den

Unterschied ausmachen, wo sich erfolgreiche und weniger erfolgreiche Unternehmen wiederfinden. Dies ist mein ganz persönliches Resümee nach 38 Berufsjahren in unterschiedlichsten Positionen.