

---

## 7. VDA-Mittelstandstag

Gravenbruch, Frankfurt, 15.05.2007

- Prof. Dr. Dieter H. Vogel -

*Der Vormarsch von Private-Equity-Gesellschaften:  
Verändert sich die Struktur unserer Industrie?*

Meine Damen und Herren,

danke für die Einladung und die freundliche Vorstellung. Was nicht gesagt wurde, ist, dass die mittelständische Automobilzulieferindustrie zu einer meiner beruflichen Wurzeln gehört.

Von 1975 an habe ich, beginnend mit einem Umsatz von 30 Mio. DM mit Gartenschläuchen und Plastik-Gießkannen mit Peguform in Bötzingen ein Zulieferunternehmen der Automobilindustrie aufgebaut, das 10 Jahre später, als ich beruflich zu Thyssen wechselte, mit 1,5 Mrd. DM Umsatz dann 50-mal so groß war.

Bezeichnender Weise wurde Peguform nach meinem Wechsel zu Thyssen zunächst von einem großen deutschen Konzern gekauft, der es mehr oder weniger ruinierte. Ausgerechnet Cerberus, der PE-Fonds, der sich von Daimler gerade Chrysler schenken lässt, hat Peguform in den letzten Jahren wieder zum Leben erweckt. Und es gibt eine gute Chance, dass Cerberus auch Chrysler wieder zum Leben erweckt.

Damit sind wir schon beim Thema.

Es ist schon einiges Grundsätzliche über Private Equity gesagt worden. Deshalb will ich mich darauf konzentrieren, Ihnen nach nunmehr achtjähriger Erfahrung aus der Private-Equity-Welt, ein realistisches Praxis-Bild zu zeichnen. Vielleicht bewegt das den einen oder anderen zu einer vorurteilsloseren Sicht des Themas Private Equity als er sie heute hat.

**Bild 1:** Private Equity, meine Damen und Herren, ist zunächst nichts anderes als ein Finanzprodukt. Es ist weder gut noch böse, vielmehr ein Angebot, eine Option, die man als nicht börsenorientiertes, also privates Unternehmen zur Beschaffung von Eigenkapital nutzen kann oder auch nicht. Nutzen geht weit über die Eignung als potentieller Käufer hinaus.

Die Unterschiede von Private Equity und Public Equity lassen sich an einigen Eckpunkten festmachen:

- Private Equity bietet für private Kapital- und Personengesellschaften vielfach den einzigen Zugang zu Eigenkapital von außen ohne Aufgabe der unternehmerischen Selbstständigkeit. Vor allem dann, wenn schnell und unbürokratisch größere Summen gefragt sind und darüber hinaus ein gewisses Maß an Know-how-Transfer in Sachen Wertsteigerungsmanagement erwünscht ist.

Und für diejenigen, die sein Unternehmen vollständig verkaufen möchte, ist mit den Private-Equity-Fonds ein Anbieterkreis entstanden, der viele Vorteile aufweist. Er macht hohe Verkaufserlöse möglich und vermeidet die gerade von Mittelständlern häufig nicht gewünschte Veräußerung an einen Wettbewerber. Abgesehen von dieser emotionalen Komponente eröffnet ein Private-Equity-Käufer dem Management und den Mitarbeitern in der Regel bessere Zukunftschancen als ein strategischer Käufer, der sofort die Strukturen infrage stellt und Kostensynergien, meist verbunden mit größeren Arbeitsplatzverlusten, umsetzt. Ob Private Equity im Einzelfall tatsächlich eine vorteilhafte Lösung ist, liegt natürlich in hohem Maße an der Seriosität und der unternehmerischen Qualifikation der jeweiligen Private-Equity-Firma. Es bedarf keiner Betonung, dass es hier die gleichen Unterschiede gibt wie sie von einem traditionellen Unternehmen zum anderen auftreten.

- Weiter im Vergleich: Private-Equity-Investments weisen während der Haltezeit des Engagements, in der Regel also während mehrerer Jahre, eine stabile Aktionärsstruktur auf. Dagegen die typische börsennotierte Aktiengesellschaft:

Meist sind die Anteile im Halbjahresrhythmus in anderen Händen. Von gemeinsamen Interessen der Anteilseigner, die bei börsennotierten Gesellschaften vom Investmentfonds über Hedge-Fonds und Day-Trader bis zum privaten Kleinaktionär reichen, kann keine Rede sein. Die Abwesenheit des Principals bei börsennotierten Gesellschaften, meine Damen und Herren, ist für mich eine der Ursachen, warum Skandale, Massenentlassungen und Pleiten weit häufiger in renommierten Konzernen zu Hause sind als im Umfeld privater Unternehmen und Private Equity. Bestechungen von Kunden und Betriebsräten, illegale Preisabsprachen mit hunderten von Millionen Bußgeldern:

Jedem von uns fallen da aus der Frühstückselektüre der Tageszeitungen aus jüngster Zeit ein gutes Dutzend Dax-Konzerne ein, dazu eine Reihe öffentlicher Unternehmen.

Ähnliches bei Private Equity? Fehlanzeige! Massenentlassungen, Betriebsschließungen, spektakuläre Verlagerungen ins Ausland. Auch dabei liegen Konzerne an weit exponierterer Stelle als Unternehmen in der Hand von Private-Equity-Investoren.

Warum ist das so? Das ist so, weil Konzerne langsamer, träger, weniger innovativ sind als private Unternehmen, egal ob in der Hand von Private-Equity-Firmen oder einer Familie, mit der Folge, dass in Konzernen viel zu spät auf Veränderungen reagiert wird und dann schwere Geschütze wie Massenentlassungen aufgefahren werden müssen. Auch Pleiten von Unternehmen im Eigentum von Private-Equity-Fonds sind unter den vielen Tausend jährlichen Insolvenzen kaum auszumachen.

- Und dann das leidige Rendite-Thema! Private-Equity-Investments sind für den Anleger nicht fungibel und teilweise über viele Jahre illiquid. Schon deshalb haben sie Anspruch auf höhere Renditen als sie der Aktienmarkt bietet. Und diesem Anspruch werden sie meist auch gerecht. Dafür gibt es eine Reihe von Gründen, wie wir gleich sehen werden.
- Private-Equity-Firmen setzen – neben strammem Kostenmanagement – vor allem auf Wachstum ihrer Portfolio-Unternehmen. M&A-Aktivitäten sind deshalb fester Bestandteil des Wertsteigerungsmanagements. Traditionelle Konzerne, aber auch private Mittelständler, agieren in dieser Frage häufig passiver. Kein Wunder, dass der Private-Equity-Anteil am M&A-Markt rasant steigt. Im letzten HJ 2006 bereits 50%.
- Ist Ihnen bewusst, dass Feindliche Übernahmen, ein Folterinstrument der hässlichen Seite des Kapitalismus, regelmäßig von traditionellen Konzernen als Angreifer ausgehen, nicht aber von Private-Equity-Fonds? Die gängige Meinung vermutet das Gegenteil. Aber, nichts ist bekanntlich beständiger als Vorurteile.

Schiebt man die Vorurteile beiseite, meine Damen und Herren, deutet sich schon an dieser Stelle an: Private Equity bietet dem Mittelstand einiges. Private Equity kann – und ich füge hinzu, wird nach meiner festen Überzeugung – die mittelständische Industriestruktur weiter verändern. Für die Eignung von Private-Equity-Investoren als Partner des Mittelstands spricht, wie schon angedeutet, vor allem auch ihr Erfolg. Private-Equity-Fonds sind meist erfolgreicher als – nennen wir sie – strategische Investoren. Offensichtlich gibt es strukturelle, methodische Elemente des Private-Equity-Ansatzes, meine Damen und Herren, die diesen Erfolg fördern. Ich möchte sie kurz skizzieren.

Konzerne, die nicht zu den Kerngeschäften zählende Tochtergesellschaften an Private-Equity-Investoren veräußern, reiben sich regelmäßig die Augen, wenn sie feststellen, dass ihre ehemaligen Töchter wenige Jahre später zum 3- oder 4-fachen Wert weiterveräußert werden.

Warum ist das so? Weil Private-Equity-Investoren die Unternehmen ausbeuten und dann verbrannte Erde hinterlassen, wie der Volksmund es meint? Unsinn! Es kann doch niemand im Ernst glauben, dass derjenige, der einem Private-Equity-Fonds beim Weiterverkauf den 3- oder 4-fachen Einkaufspreis zahlt, dies für ein ausgeblutetes und zukunftsloses Unternehmen tut. Nein! Das Gegenteil ist der Fall. Das Unternehmen ist nach den Jahren im Eigentum des Private-Equity-Investors schlicht deutlich wertvoller geworden.

**Bild 2:** Hier nur einige der wichtigsten Gründe im, zugegeben, holzschnittartigen Vergleich von Private-Equity-Management mit Konzernmanagement. Aus der Auflistung der Erfolgskriterien und dem Vergleich mit traditionellen Konzernen werden Sie sehen: Zwischen dem Private-Equity-Ansatz und dem Denken und Handeln eines privaten Unternehmers gibt es viele Ähnlichkeiten, weit mehr als zwischen Privatunternehmen und Konzernen.

- Während der typische Konzern von einem Kollegialvorstand mit nur wenig hervorgehobenem Vorsitzenden geführt wird, ist der CEO in Private-Equity-Strukturen die klare Nummer 1.

- Strategische Fragen wie auch wichtige operative Fragen werden zwischen Vorstand und Eigentümer unmittelbar abgestimmt und ohne Verzögerung umgesetzt. Der kräftezehrende Umweg über den Aufsichtsrat entfällt.
- Die Transparenz aller wichtigen Vorgänge ist total, zeitnah und darüber hinaus informell. Langatmige Ausarbeitungen sind verpönt. Was dagegen Transparenz in Konzernen heißt, schaut man sich z.B. bei Siemens ab.
- Die Finanzierung ist projektbezogen, maßgeschneidert. Das führt zur eisernen Disziplin im Umgang mit Kapital, von der in traditionellen Unternehmen häufig nicht die Rede sein kann.
- Oberstes Ziel eines Private-Equity-Investors ist die systematische Erhöhung des Unternehmenswerts. Dabei packt das Wertsteigerungsmanagement an allen Teilen der Gewinn- und Verlustrechnung und an allen Teilen der Bilanz an. Stichworte sind: Ergebnisverbesserung durch Wachstum, stringentes Management von Kosten und Kapital, Sicherung eines hohen Cash Flow. Konzerne ticken anders, weit mehr politisch. Der Ausgleich zwischen den Interessenträgern rangiert deutlich vor dem Ziel der Erhöhung des Unternehmenswerts.

Und schließlich, meine Damen und Herren, einer der wohl wichtigsten Punkte für den Erfolg der Asset-Klasse Private Equity: Die unmittelbare Kapitalbeteiligung des Unternehmensmanagements. Fonds-Investoren und Unternehmensleitung: Alle sind als Eigentümer, als Principal eingebunden in die gleichen Chancen, die gleichen Risiken und die gleiche Haltezeit des Investments. Aktienoptionen, wie sie Vorstände von börsennotierten Aktiengesellschaften erhalten, sind kein Äquivalent. Sie haben keine Downside und jeder kann verkaufen, wann er will. Interessengleichheit mit dem Principal: Fehlannonce.

**Bild 3:** Sie sehen, meine Damen und Herren: Private Equity steht dem Mittelstand im Denken und Handeln weit näher als viele glauben. Drei aktuelle Beispiele des Lindsay Goldberg & Bessemer-Fonds (kurz: LGB), dessen Europa-Geschäft ich führe, sollen verdeutlichen, dass sich die bisherigen Aussagen in der Praxis eines

gut geführten Fonds wiederfinden. LGB ist ein mittelgroßer Fonds mit 5 Mrd. \$ verfügbarem Kapital über die letzten 5 Jahre, das zu einem guten Teil von einer Familie aufgebracht wird. Um Ihnen eine Größenvorstellung zu geben: Das vom Fonds verwaltete Portfolio umfasst rund 18 Mrd. \$ Umsatz in 2006. Der Fonds investiert stark in Familienunternehmen, auch minderheitlich und hier vornehmlich zur Wachstumsfinanzierung. Bild 3 untermauert die erhebliche Dynamisierung zweier von uns erworbenen Konzernfirmen sowie einer Beteiligung an einem Familienunternehmen nach der Übernahme. Verglichen werden die jährlichen Wachstumsraten von 2 Jahren vor und 2 Jahren nach unserem Eintritt.

Bei Mapress, einer ehemaligen, schon vor dem Kauf erfolgreichen, Mannesmann-Tochter mit ursprünglich 160 Mio. € Umsatz und 600 Mitarbeitern, nahm – wie Sie sehen – die jährliche Wachstumsrate des Umsatzes deutlich von 4% auf 14% pro Jahr zu. Der operative Gewinn expandierte nach unserem Eintritt mit jährlich 16% überproportional. Die Anzahl der Beschäftigten erhöhte sich in den ersten zwei Jahren nach der Übernahme um 15% pro Jahr, nachdem sie vor der Übernahme um 8% jährlich gewachsen war.

Auch die Wacker Construction Equipment AG, ein Nischen-Weltmarktführer in Familienhand, an der wir einen Minderheitsanteil übernahmen, gedieh mit unserer Mithilfe prächtig. Das Unternehmen geht gerade an die Börse. Wacker agierte, wie Sie sehen, vor unserer Zeit eher defensiv, zeigte danach aber beeindruckende Wachstumszahlen. Ausgehend von 360 Mio. € Umsatz eine jährliche Umsatzsteigerung von 18%, jährliche Gewinnsteigerung 29%. 11% neue Arbeitsplätze jedes Jahr runden das Bild der ersten zwei Jahre nach unserem Anteilswerb ab.

Klößner & Co als drittes Beispiel zeigt ähnliche Charakteristiken. Das 5 Mrd. €-Umsatz-Unternehmen, der größte konzernfreie Stahlhändler der Welt, nahm nach der Übernahme durch uns richtig Fahrt auf. Die stark negative Absatzentwicklung kehrte sich um in einen deutlichen Zuwachs. Im Gewinn führte die Wachstumsoffensive zu einer jährlichen Steigerung von 21%. Erfreulich auch, dass es diese Wachstumsdynamik ermöglichte, trotz erheblichen Rationalisierungsbedarfs die Mitarbeiterzahl stabil zu halten.

**Bild 4:** Ähnlich aufschlussreich und, ich denke, noch beeindruckender ist die Betrachtung der Veränderungen zwischen unserem Einstieg und Ausstieg. Alle drei Beispiel-Unternehmen wurden von uns in einem Zeitraum von bis zu 4 Jahren nach dem Beteiligungserwerb weiterverkauft: Mapress an einen strategischen Investor, Wacker zurück an die Familie. Klöckner & Co wurde Mitte letzten Jahres an der Börse platziert und entwickelte sich zum erfolgreichsten IPO des Jahres 2006, mit anhaltend steiler Aufwärtsentwicklung auch in 2007.

Anhand der Zahlen sind die Wirkungen unseres Wertsteigerungsmanagements während unserer Haltezeit gut nachvollziehbar. An Stelle der von Kritikern – im Übrigen auch aus dem Übernahmerat der Bundesregierung – behaupteten für Private Equity typischen Charakteristiken: Schrumpfung, Ausblutung, Zerschlagung, exzessive Verschuldung, Investitionskürzung und weitgehende Einstellung der Forschung, entfaltet sich ein ganz anderes Bild. In allen drei Unternehmen wurde zwischen Ein- und Ausstieg extremes Wachstum erzielt, bei Mapress 37%, bei Wacker 72% und bei KlöCo 15%. Die Gewinne erhöhten sich um 62%, 135% und 46%.

Die Marktkapitalisierung der Unternehmen stieg bei Mapress um 161%, bei Wacker um 211% und bei KlöCo – hier in nur knapp 2 Jahren – um 723%. Dabei wurden die Schulden, wie Sie sehen, dort, wo es sie gab, deutlich abgebaut. Bei Mapress wie bei Wacker wurden in großem Umfang Arbeitsplätze geschaffen, einige über Zukäufe, der größere Anteil durch interne Expansion. Klöckner & Co verzeichnet vor allem bedingt durch die Veräußerung einer Tochtergesellschaft außerhalb des Kerngeschäfts, einen geringen Rückgang der Beschäftigtenzahl, ansonsten stünde auch hier ein Plus!

Meine Damen und Herren, die drei Beispiele beweisen, dass Private-Equity-Fonds alles andere als Horror-Szenarien mit sich bringen müssen. Mit den richtigen Partnern aus dem Private-Equity-Bereich, die unternehmerische wie auch soziale Kompetenz haben, – und dazu zählen wir uns, wie es Sie nicht verwundern wird – bluten Unternehmen nicht aus und verlieren nicht ihre Zukunftsfähigkeit. Sie werden vielmehr dynamisiert, wertvoller und zukunftssicherer. Ja, es gibt auch Private-Equity-Firmen, die Unternehmen schon bei Erwerb exzessiv verschulden und

obendrein noch massive Schulden zu Ausschüttungszwecken generieren. Das ist nicht meine Private-Equity-Welt. Es ist die Minderheit in einer Branche, die alles in allem volkswirtschaftlich, auch in Deutschland, schon viel bewegt hat.

Das sieht nach anfänglichen Lernschwierigkeiten mittlerweile auch die Bundesregierung so. Nachdem Staatssekretärin Hendricks noch am 30.08.2006 der FTD gesagt hatte: „Der volkswirtschaftliche Nutzen der Private-Equity-Firmen ist eher gering“, hieß dies in einer kleinen Anfrage am 14.11.2006, also gut zwei Monate später, seitens der Bundesregierung: „Die Private-Equity-Branche übernimmt eine wichtige volkswirtschaftliche Funktion.“

In gleicher Tonlage äußerte sich jüngst auch die EZB (am 19.04.2007) und fügte hinzu: „Eine strengere Kontrolle von Private Equity ist nicht nötig. Anders bei Hedge-Fonds: Dort ist mehr Transparenz angebracht.“ Ich kann diese Sicht nur bestätigen.

Private Equity, meine Damen und Herren, ist ein Erfolgsmodell, das sich weiter durchsetzen wird. Seine Eignung als Partner für den Mittelstand liegt für mich auf der Hand. Mit der Umsetzung, auch in der Automobil-Zulieferindustrie, stehen wir erst am Anfang. Ein Ende ist nicht abzusehen. Sicher aber wird es kein Ende mit Schrecken und auch kein Schrecken ohne Ende sein.

# 1. Charakteristiken von Private Equity

	<b>PRIVATE EQUITY</b>	<b>PUBLIC EQUITY</b>
Zielunternehmen	Kapital- oder Personengesellschaft nicht börsennotiert	Aktiengesellschaft börsennotiert
Aktionärsstruktur	während der Haltezeit stabil	häufig stark wechselnd
Fungibilität	niedrig	hoch
M&A-Aktivität	hoch	fallbezogen
Feindliche Übernahmen	nein	möglich

## 2. Erfolgskriterien von Private-Equity-geführten Unternehmen im Vergleich mit traditionellen Konzernen

	<b>PRIVATE EQUITY</b>	<b>PUBLIC EQUITY</b>
Führungsform	CEO-Orientierung	Kollegialvorstand
Governance-Partner	Eigentümer	Aufsichtsrat
Transparenz für Eigentümer	vollständig	begrenzt
Finanzierung	transaktionsbezogen	pauschale Konzernfinanzierung
Unternehmensziel	Erhöhung des Unternehmenswerts	Optimierung der Stakeholder-Interessen
Führungskräfte-Incentivierung	unmittelbare Kapitalbeteiligung	Aktienoptionen

### 3. Veränderungen während der Voreigentümer- bzw. Private-Equity-Zugehörigkeit am Beispiel von LGB-Gesellschaften

CAGR %	MAPRESS GMBH		WACKER CONSTRUCTION EQUIPMENT AG		KLÖCKNER & CO AG	
	Konzern		Familie		Konzern	
Veräußerer	vor	nach	vor	nach	vor	nach
Umsatz <sup>1</sup>	+4%	+14%	-2%	+18%	-4%	+1%
Operativer Gewinn <sup>2</sup>	+1%	+16%	-4%	+29%	+4% <sup>3</sup>	+21%
Mitarbeiter	+8%	+15%	-2%	+11%	-1%	-1%

jeweils 2 Jahre vor und 2 Jahre nach dem Eigentümerwechsel

<sup>1</sup> bei KlöCo Absatz

<sup>2</sup> EBITDA

<sup>3</sup> ohne Windfall-Profit in 2004

## 4. Veränderung zwischen Einstieg und Ausstieg an Beispielen von LGB-Gesellschaften

	<b>MAPRESS GMBH</b>	<b>WACKER CONSTRUCTION EQUIPMENT AG</b>	<b>KLÖCKNER &amp; CO AG</b>
Käufer	Strategischer Investor	Familie	IPO/Börse
	Veränderung	Veränderung	Veränderung
Δ Umsatz	+37%	+72%	+15%
Δ Operativer Gewinn <sup>1</sup>	+62%	+135%	+46%
Δ Unternehmenswert <sup>2</sup>	+67%	+249%	+171%
Δ Marktkapitalisierung <sup>3</sup>	+161%	+211%	+723%
Δ Finanzschulden	-24%	-	-41%
Δ Mitarbeiter	+53%	+30%	-3%
Akquisitionen	+1	+3	+9

<sup>1</sup> EBITDA

<sup>2</sup> Enterprise Value

<sup>3</sup> Equity Value