

Private Equity Monitor 2017: Die aktuelle Tätigkeit von Finanzinvestoren in Deutschland

Scheuplein, Christoph

Veröffentlichungsversion / Published Version

Arbeitspapier / working paper

Empfohlene Zitierung / Suggested Citation:

Scheuplein, C. (2018). *Private Equity Monitor 2017: Die aktuelle Tätigkeit von Finanzinvestoren in Deutschland*. (Mitbestimmungsreport / Hans-Böckler-Stiftung, 40). Hans-Böckler-Stiftung. <https://nbn-resolving.org/urn:nbn:de:0168-ssoar-56219-5>

Nutzungsbedingungen:

Dieser Text wird unter einer CC BY-NC-ND Lizenz (Namensnennung-Nicht-kommerziell-Keine Bearbeitung) zur Verfügung gestellt. Nähere Auskünfte zu den CC-Lizenzen finden Sie hier:

<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/deed.de>

Terms of use:

This document is made available under a CC BY-NC-ND Licence (Attribution-Non Commercial-NoDerivatives). For more information see:

<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0>

REPORT

Mitbestimmungsreport Nr. 40, 03.2018

PRIVATE EQUITY MONITOR 2017

Die aktuelle Tätigkeit von Finanzinvestoren in Deutschland

Christoph Scheuplein

AUF EINEN BLICK

- Der „Private Equity Monitor Deutschland“ berichtet jährlich über die Übernahmen (Buyouts) und Verkäufe (Exits) von Unternehmen durch Private-Equity-Gesellschaften und analysiert diese aus arbeitnehmerorientierter Sicht.
- Auf dem Buyout-Markt in Deutschland wurden im Jahr 2016 insgesamt 212 Unternehmen von Finanzinvestoren erworben. Mit einem Zuwachs der Übernahmen um 3% gegenüber dem Vorjahr und einem konstanten Beschäftigtenzahl in den übernommenen Unternehmen von 106.000 Arbeitnehmern blieb die Übernahmetätigkeit in etwa auf dem gleichen Niveau.
- Sektorale konnte der industrielle Kernsektor mit einem Anteil von 40% an den Übernahmen wieder aufholen.
- Die Bedeutung von Zweitverkäufen von Finanzinvestoren an Finanzinvestoren hat vor allem beim Beschäftigungsvolumen nachgelassen.
- Die Finanzinvestoren operieren in Deutschland vorwiegend mit fondsbasierten Geschäftsmodellen, die eine meist zehnjährige Laufzeit aufweisen.
- Die in Deutschland tätigen Fonds wickelten knapp zwei Drittel ihrer Übernahmen über Steueroasen wie z. B. Guernsey, Jersey und die Cayman-Inseln ab.
- Die Anzahl der Ausstiege von Finanzinvestoren aus Unternehmen hat um mehr als ein Drittel auf 101 Exits zugelegt; die Zahl der Beschäftigten in den veräußerten Unternehmen stieg um rund 22% auf 102.000 Arbeitnehmer.

Vorwort	-2	7 Private-Equity-Gesellschaften	-10
1 Einleitung	-3	8 Fonds	-12
2 Wie Private Equity funktioniert	-3	9 Exits	-14
3 Methodik	-4	10 Zusammenfassung	-17
4 Übernahmen	-5	Literatur	-20
5 Gesamtbestand an Unternehmen ab 2.000 Beschäftigten	-8	Impressum	-21
6 Verkäufer bei Übernahmen	-9		

VORWORT

Der Einstieg eines Finanzinvestors stellt die Belegschaft eines Unternehmens und ihre Vertreter in Betriebs- und Aufsichtsräten vor teils enorme Herausforderungen. Investor und Zielunternehmen gehen letztlich eine „Ehe auf Zeit“ ein, innerhalb derer die Beteiligungsgesellschaft teils hohe Renditen anstreben, um die finanziellen Ansprüche ihrer eigenen Kapitalgeber und ihrer Management-Teams zu befriedigen. Für betroffene Unternehmen bedeutet dies nicht selten einschneidende Strategiewechsel, Reorganisationen, Restrukturierungen und eine Neuausrichtung der Unternehmensfinanzierung.

Angesichts der steigenden Preise am Markt für Unternehmensübernahmen – befeuert vor allem durch die Niedrigzinspolitik der Zentralbanken, aber zunehmend auch durch neue Akteure, wie die verstärkt in Deutschland auftretenden „Debt Funds“ – ist ein fokussierter Blick auf die Private-Equity-Branche weiterhin dringend geboten. Dies gilt umso mehr, da sich ein großer Teil der bestehenden Fachliteratur auf die erhobenen Zahlen der Private-Equity-Brancheverbände selbst stützt, was eine gänzlich neutrale Betrachtung der Entwicklung erschwert.

Die vorliegende dritte Auflage der Private-Equity-Monitors Deutschland soll in dieser Hinsicht Abhilfe schaffen: Für das Jahr 2016 wird ein umfassender Überblick zum Übernahmegeschehen durch

Private-Equity-Investoren in Deutschland gegeben. Im Fokus stehen dabei diverse zentrale Fragen aus Beschäftigtensicht, u. a.:

Welche Unternehmen stehen im Fokus der Investoren (z. B. Branche, Größenklasse...)?

Welche Akteure verkaufen ihre Unternehmen an Private-Equity-Investoren und an wen verkaufen die Investoren diese später weiter?

Wie sehen die Rahmenbedingungen der Beteiligung – z. B. hinsichtlich Laufzeit, Renditeansprüchen und organisatorischer Struktur – aus?

Wo lassen sich neuen Auffälligkeiten und potenzielle Problemfelder beobachten?

Ziel der Untersuchung ist es, das Vorgehen der Investoren systematisch in der Breite auszuwerten. Dieses Vorgehen kann selbstverständlich nicht die Besonderheiten jedes Einzelfalls offenlegen, die ggf. in einer Fallstudie innerhalb eines Unternehmens ans Licht kämen. Es ermöglicht aber einen grundsätzlichen Blick auf die Branche und ihre Entwicklung sowie mögliche Frühwarnindikatoren, welche Unternehmen unter welchen Umständen für die Finanzinvestoren von erhöhtem Interesse sind.

Alexander Sekanina
Referat Wirtschaft
Hans-Böckler-Stiftung

1 EINLEITUNG

Die guten Geschäfte von Private-Equity-Gesellschaften in Deutschland haben sich im Jahr 2016 fortgesetzt; es wurde das größte Übernahmevermögen seit dem bisherigen Rekordjahr 2007 erreicht. Während dies die finanzwirtschaftlichen Fachjournale als einen Erfolg für den Finanzplatz Deutschland feierten¹, zeigt der von der Hans-Böckler-Stiftung geförderte und regelmäßig herausgegebene „Private Equity Monitor Deutschland“ die Entwicklungen aus der Perspektive der Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer. Durch die häufig starken Eingriffe von Finanzinvestoren in die übernommenen Unternehmen, durch die zeitliche Befristung ihres Engagements und durch ihre meist hohen Gewinnerwartungen werden die Beschäftigten vor besondere Herausforderungen gestellt.

Eine Übersicht über das Geschehen auf dem deutschen Beteiligungsmarkt kann für die Arbeitnehmervertreter in den Aufsichts- und Betriebsräten ein hilfreiches Instrument sein, um sich auf eine (mögliche) Unternehmensübernahme strategisch vorzubereiten. Zu diesem Zweck soll der „Private Equity Monitor Deutschland“ eine umfassende und aktuelle Analyse zu den Aktivitäten von Private-Equity-Investoren in Deutschland bieten. Im Mittelpunkt des Berichts stehen unter anderem die folgenden Fragen:

- Welche Branchen sind für Private-Equity-Investoren besonders attraktiv?
- Wer verkauft an Private-Equity-Gesellschaften?
- Wie lange befinden sich die Unternehmen im Eigentum eines Finanzinvestors?
- Welche Renditen bieten die Fonds der Private-Equity-Gesellschaften ihren Investoren?
- Welche Typen an Private-Equity-Gesellschaften dominieren? Welche Gesellschaften sind die aktivsten in Deutschland?
- Wer sind die Käufer der Unternehmen, wenn der Finanzinvestor wieder aussteigt?

Der vorliegende dritte Jahresbericht des Projektes „Private Equity Monitor Deutschland“ folgt im Wesentlichen der Struktur der beiden Vorgänger-Berichte², wurde jedoch an einigen Stellen verschlankt. Zusätzlich konnte eine Darstellung der (steuersparenden) Standorte von Private-Equity-Fonds aufgenommen werden (vgl. **Abschnitt 8**). Bei den meisten Abbildungen konnte zu einer mehrjährigen Betrachtung übergangen werden.

Im Folgenden werden zunächst das Geschäftsmodell (**Abschnitt 2**) und die Methodik (**Abschnitt 3**) erläutert. Danach werden die Übernahmen im Jahr 2016 (**Abschnitt 4**) und der Gesamtbestand an Unternehmen mit mehr als 2.000 Beschäftigten im Eigentum von Finanzinvestoren (**Abschnitt 5**) dargestellt. Im Anschluss

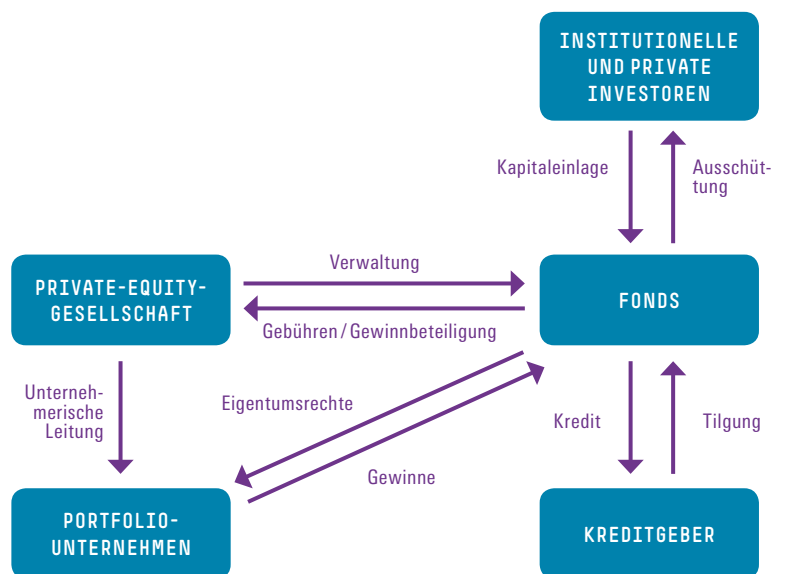
werden die Verkäufer von Unternehmen (**Abschnitt 6**) sowie die erwerbenden Finanzinvestoren (**Abschnitt 7**) und ihre Fonds (**Abschnitt 8**) betrachtet. Danach wird untersucht, welche Unternehmen von Private-Equity-Gesellschaften 2016 veräußert wurden und welche neuen Eigentümer diese Unternehmen erhielten (**Abschnitt 9**). Abschließend findet sich ein Resümee zum gegenwärtigen Stand des deutschen Buyout-Marktes (**Abschnitt 10**).

2 WIE PRIVATE EQUITY FUNKTIONIERT

Private Equity ist ein Geschäftsmodell, bei dem Unternehmen mit dem Ziel des Wiederverkaufs erworben werden (vgl. **Abbildung 1**). Beim Erwerb strebt der Finanzinvestor meist nach einer Mehrheit am Eigentum des Unternehmens („Portfolio-Unternehmen“), häufig auch nach einer vollständigen Übernahme, um seine operativen und strategischen Ziele leichter durchsetzen zu können. Wird ein börsennotiertes Unternehmen übernommen, dann wird die Aktie nach der Übernahme in der Regel vom Börsenzettel genommen. Der Profit wird zum einen durch Einnahmen während der Haltedauer des Unternehmens und zum anderen durch den Kaufpreis bei einem Wiederverkauf verdient. Ihr Kapital sammeln die Private-Equity-Gesellschaften überwiegend über geschlossene Fonds ein.

Abbildung 1

Geschäftsmodell einer fondsbasierten Private-Equity-Gesellschaft



1 EY (2016, S. 2), PwC (2017, S. 23), Oppenländer/Knepper (2017, S. 351).

2 Vgl. für die Vorjahre: Scheuplein (2015), Scheuplein/Sekani/Teetz (2017), Scheuplein/Teetz (2017).

Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Fleming (2010, S. 14), Talmor/Vasvari (2011, S. 21–27), Gilligan/Wright (2014, S. 38)

Für die Fondsverwaltung erhalten die Private-Equity-Gesellschaften eine Gebühr, zusätzlich werden sie ab dem Erreichen einer Gewinnschwelle am Gewinn beteiligt. Der restliche Profit fließt zurück an die Fondsinvestoren. Bei der Übernahme eines Unternehmens werden häufig Verbindlichkeiten aufgenommen, die bis zu 70% des Kaufpreises abdecken können. Hierdurch wird das Übernahmenvolumen der Fonds erhöht, so dass sie mehr Unternehmen erwerben können. In vielen Fällen wird der Kredit nach der Übernahme auf das übernommene Unternehmen überwält.

Aus arbeitnehmerorientierter Sicht sind folgende Punkte des Private-Equity-Geschäftsmodells besonders kritisch:

- Mit der Aufnahme von Krediten bietet sich für die Fondsinvestoren die Chance, dass sie die Verzinsung ihres Eigenkapitals erhöhen (Leverage-Effekt). Zugleich können sie durch die Übernahme unterschiedlicher Unternehmen ihr Risiko streuen. Da die Kredite auf die übernommenen Unternehmen verlagert werden, belastet die Bedienung der Zinsen und die Rückzahlungspflicht die Unternehmen, erhöht ihr Insolvenzrisiko und senkt somit die Arbeitsplatzsicherheit der Arbeitnehmer.
- Da die Private-Equity-Gesellschaften ihr Kapital überwiegend über Fonds beschaffen, ist ihr Engagement durch die Laufzeit des jeweiligen Fonds begrenzt. Dadurch ist es für die Finanzinvestoren rational, den Geschäftsverlauf in einer kurzfristigen Perspektive zu betrachten. Auf die Arbeitnehmer kommt dagegen absehbar ein zweiter Eigentümerwechsel zu.
- Finanzinvestoren verfügen zumeist über keine spezifischen Branchenkenntnisse, die für die Weiterentwicklung des Unternehmens hilfreich sein können. Es besteht daher die Gefahr, dass sie allgemeine Rendite-steigernde Maßnahmen wie die Veräußerung von Vermögenswerten, das Abstoßen von Randaktivitäten, Outsourcing, Beschäftigtenabbau, Kostensenkungen gegenüber den Zulieferern sowie diverse finanzwirtschaftliche Maßnahmen betreiben, ohne dass das Unternehmen strategisch auf neue Produkte oder Märkte ausgerichtet wird.
- Wenn sich Finanzinvestoren im operativen Geschäft engagieren, verlieren die Geschäftsführungen an Entscheidungskompetenz. Damit kann den Betriebsräten ihr Gesprächs- und Verhandlungspartner verloren gehen und die betriebliche Mitbestimmung wird de facto ausgehöhlt.

Private Equity hat sich seit einigen Jahren als Oberbegriff von zwei Geschäftsbereichen etabliert, die nach dem Lebenszyklus von Unternehmen unterschieden werden. Wird in die Gründung von Unternehmen bzw. in junge, wachsende Unternehmen investiert, spricht man von Wagniskapital oder Venture Capital. Wird in bereits am Markt etablierte Unternehmen investiert, so werden die Begriffe Unternehmensübernahme und Buyout verwendet. Im Wagniskapital-Geschäft wird

von einer stets schwierigen Informationslage und einem hohen Risiko ausgegangen, das durch eine intensive Betreuung mit Managementwissen, Minderheitsbeteiligungen und Beteiligungsrunden mit verschiedenen Investoren minimiert bzw. verteilt wird. Bei den Buyouts liegt oft ein höherer Informationsstand über den Markt und das Geschäftsmodell vor, so dass eine Mehrheitsbeteiligung angestrebt und die Steuerung des Unternehmens häufig ohne Managementpräsenz vor Ort und mit standardisierten Controlling-Systemen vorgenommen wird.

3 METHODIK

Der „Private Equity Monitor Deutschland“ beruht auf Transaktionsdaten, die den Verkauf eines Unternehmens beschreiben und üblicherweise Informationen zum Zielunternehmen, zum Käufer und zum Verkäufer enthalten. Dieser Datentyp ist in der internationalen Private-Equity-Forschung seit einigen Jahren zur Standard-Datenquelle geworden³. Die verschiedenen Merkmale von Private Equity werden dabei in folgender Weise empirisch operationalisiert:

- 1 Es werden nur Investoren berücksichtigt, für die der Geschäftsinhalt im Kauf und Verkauf von Unternehmen besteht, das heißt die vor allem einer finanziellen Logik folgen. Dabei können Finanzinvestoren auch auf eine oder wenige Branchen beschränkt sein oder mehrere branchengleiche Firmen erwerben und zu einer größeren Unternehmenseinheit verschmelzen („Buy-and-build-Strategie“). Dagegen werden strategische Investoren, die ihre Akquisitionen in erster Linie nach einer industriellen Logik tätigen und auch dauerhaft in diesen industriellen Feldern tätig sind, ausgeschlossen.
- 2 Berücksichtigt werden nur Beteiligungen ab 25% am Unternehmenseigentum.
- 3 Berücksichtigt werden nur Investoren, die üblicherweise mit ihrem unternehmerischen Wissen auf die Strategie und das operative Geschäft des Unternehmens Einfluss nehmen wollen. Damit werden z. B. Hedgefonds, die auf vielen anderen Geschäftsfeldern tätig sind, ausgegrenzt.
- 4 Berücksichtigt werden nur Übernahmen von etablierten Unternehmen (Buyouts), während die Finanzierung junger bzw. in der Gründung befindlicher Unternehmen (Venture Capital) nicht aufgenommen wird. Umgesetzt wird diese Einschränkung, indem nur Unternehmen mit einem Mindestalter von sechs Jahren betrachtet werden.

³ Zum empirischen Überblick über das internationale Transaktionsgeschehen dienen Kaplan/Strömberg (2009), Wood/Wright (2009), Talmor/Vasvari (2011, S. 6–13) und diverse Beiträge in Cumming (2012).

- 5 Beteiligungen am öffentlichen Kapitalmarkt werden üblicherweise nur berücksichtigt, wenn der Eigentumserwerb zu einem bestimmenden Einfluss des Finanzinvestors führt, das heißt in der Regel zu einem Eigentumsanteil von 75 %.

Zeitlich steht in dieser Ausgabe des „Private Equity Monitors Deutschland“ das Jahr 2016 im Fokus, an diversen Stellen werden jedoch auch Daten zu den vorhergehenden Jahren einbezogen. Die räumliche Eingrenzung wird über das Headquarter des erworbenen Unternehmens vorgenommen. Erfasst werden sollen alle Unternehmen, deren Hauptstandort zum Zeitpunkt des Erwerbs in Deutschland lag. Da die Situation der Beschäftigten in Deutschland von besonderem Interesse ist, wird die Zahl der in Deutschland beschäftigten Personen ausgewiesen, wo immer die Datenlage dies zulässt.

Als empirische Ausgangsbasis dieser Studie dienen die Transaktionsdaten der Informationsdienstleister Bureau van Dijk (Zephyr), Majunke Consulting (Deal News) und Preqin (Buyout Deal Analyst). Unternehmensdaten u. a. zu den Beschäftigten, zum Umsatz und zum EBIT der übernommenen Unternehmen wurden über die Datenbank DAFNE des Informationsdienstleisters Bureau van Dijk sowie über Recherchen in den Jahresabschlüssen, auf den Unternehmenshomepages und in der Presse ergänzt.

Die von Private Equity tatsächlich gezahlten Kaufpreise waren in den Ausgangsdaten nur in 10% der Fälle von den Vertragsparteien öffentlich publiziert. Um den Wert der anderen Transaktionen zu ermitteln, wurde der Unternehmenswert (**Enterprise Value**, siehe Kasten) auf Grundlage von Schätzverfahren ermittelt. Er wird wesentlich davon beeinflusst, wie im operativen Geschäft Gewinne erwirtschaftet werden. Zur Schätzung des Unternehmenswertes wurde eine Multiplikator-Methode angewandt. Der Multiplikator beschreibt das Verhältnis z. B. des Marktpreises zu einer wirtschaftlichen Basisgröße wie z. B. dem EBIT oder dem Umsatz. Die Multiplikatoren werden üblicherweise aus den bekannt gewordenen Marktpreisen vergleichbarer Unternehmen gewonnen. In der vorliegenden Studie wird auf die Multiples der finanzwirtschaftlichen Zeitschrift „FINANCE“ zurückgegriffen, in der vierteljährlich Umsatz- und EBIT-Multiplikatoren für 16 Branchen sowie jeweils drei Unternehmensgrößenklassen publiziert werden. Die Multiples werden auf der Basis von Markteinschätzungen und Erfahrungswerten von Experten aus rund 20 Beratungsgesellschaften für Merger & Acquisitions berechnet.

Als Basis für die Unternehmensbewertung dienen in dieser Studie das EBIT und der Umsatz der Zielunternehmen. Hierzu wurden nach Möglichkeit die Daten aus den beiden Jahren vor der Transaktion herangezogen und diese gemittelt, um eventuelle Sondereinflüsse im Geschäftsjahr vor der Übernahme zu glätten. Der Unternehmenswert wird mit einer Bandbreite geschätzt, die durch die Angabe des FINANCE-Multiplikators mit einem maximalen und einem

minimalen Wert unterstützt wird. Entsprechend werden für beide Wertgrößen (Umsatz, EBIT) jeweils ein unteres und ein oberes Transaktionsvolumen berechnet. Wo die Darstellung einfach gehalten werden muss, wird im Folgenden auf den Minimalwert zurückgegriffen, so dass eine bewusst konservative Schätzung der Transaktionsvolumina vorgelegt wird.

Die recherchierten Informationen und Schätzungen wurden in der folgenden Reihenfolge genutzt: Als erste Wahl wurde auf die veröffentlichten Kaufpreise zurückgegriffen. Die zweite Wahl bestand im berechneten Transaktionsvolumen auf der Basis eines EBIT-Multiple. Die dritte Wahl bestand in der Berechnung auf der Basis des Umsatz-Multiple. Bei den 212 Transaktionen des Jahres 2016 konnte in 99% der Fälle einer der genannten Wege gegangen werden. Insgesamt wurde das Transaktionsvolumen in 22 Fällen (10%) durch die Akteure veröffentlicht und es konnte in 78 Fällen (37%) über das EBIT-Multiplikator-Verfahren bzw. in 113 Fällen (53%) über das Umsatz-Multiplikator-Verfahren ermittelt werden.

Da die Käufer und die Verkäufer der Transaktionen mit ihrem jeweiligen Eigentumsanteil ermittelt wurden, kann für die beteiligten Akteure angegeben werden, welches Transaktionsvolumen jeweils auf sie entfallen ist. Diese Berechnung des Transaktionsvolumens wurde auch für den Wiederverkauf („Exit“) der Zielunternehmen vorgenommen.



Enterprise Value

Der Enterprise Value ist definiert als Wert des Eigenkapitals und des Fremdkapitals abzüglich des Finanzvermögens. Er bezeichnet den Gesamtwert aller Mittel, die für die Überlassung des Eigentums aufgebracht wurden. Dies schließt Darlehen ein, die auf dem übernommenen Unternehmen lasten und ebenso Kredite, die vom Erwerber für die Übernahme aufgenommen werden. Es wird somit der gesamte Kapitaleinsatz einbezogen, unabhängig vom Verschuldungsgrad. Der steuersenkende Effekt einer Fremdfinanzierung wird nicht berücksichtigt.

4 ÜBERNAHMEN

Im Jahr 2016 wurden 212 Unternehmen in Deutschland durch Private-Equity-Gesellschaften übernommen – ein moderater Zuwachs von 3% gegenüber dem Vorjahr (vgl. **Abbildung 2**). Die Zahl der Beschäftigten erreichte mit 106.000 Beschäftigten den gleichen Wert wie im Jahr 2015.

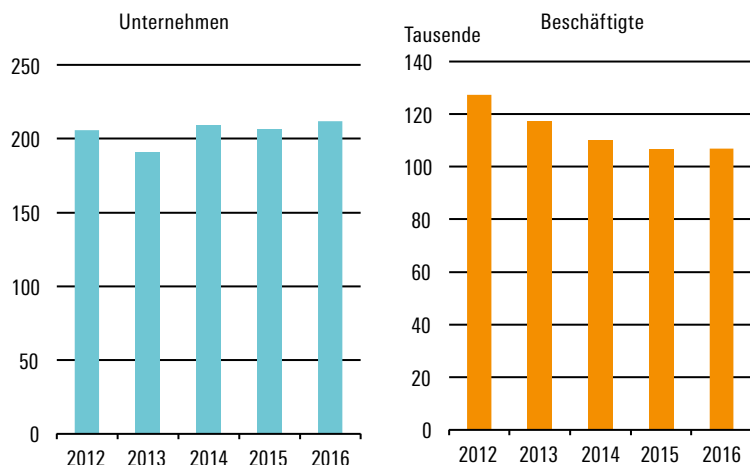
Diese Seitwärtsbewegung bei den Übernahmen in den vergangenen vier Jahren erklärt sich zum einen daraus, dass die Private-Equity-Gesellschaften weiterhin sehr präsent sind am deutschen Markt. Sie

konnten in den vergangenen Jahren erhebliches Kapital einsammeln und verfügten 2016 über prall gefüllte Kassen⁴. Zudem stehen bei den Übernahmen neue Finanzierungsangebote wie „Debt-Fonds“ bereit⁵. Zum anderen ermöglichte das niedrige Zinsumfeld es auch

den strategischen Investoren, attraktive Angebote abzugeben. So haben sich die Kaufpreise für Unternehmen in den vergangenen Jahren kontinuierlich erhöht. In diesem Wettbewerbsumfeld schauten sich die Finanzinvestoren auch nach kleineren Unternehmen um. Ablesbar ist dies an der durchschnittlichen Beschäftigtengröße der Unternehmen, die im vierten Jahr in Folge gefallen ist und im Jahr 2016 bei rund 500 Beschäftigten lag.

Abbildung 2

Übernahmen von Unternehmen und deren Beschäftigten in Deutschland in den Jahren 2012 bis 2016



Quelle: eigene Darstellung auf Basis von ZEPHYR und DAFNE/Bureau van Dijk, Deal News/Majunke Consulting, Preqin und eigenen Recherchen (n=1.024 Unternehmen)

Hans Böckler Stiftung

Das finanzielle Volumen dieser Transaktionen lag 2016 bei einer Spannweite von 18,9 Mrd. Euro (Minimum-Multiplikator) bis 22,9 Mrd. Euro (Maximum-Multiplikator) (vgl. **Abbildung 3**). Während der Minimum-Wert gegenüber dem Vorjahr fast konstant blieb, verringerte sich der Maximum-Wert um 7%. Die Spanne beider Werte hat sich damit wieder etwas angenähert. Gemessen am Bruttoinlandsprodukt hat sich das minimale Transaktionsvolumen (TV) im Jahr 2016 auf 0,60% und das maximale Transaktionsvolumen auf 0,73% verringert. Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Transaktionen auf dem deutschen Private-Equity-Markt hat um einen Wert zwischen 4% (minimales TV) und 10% (maximales TV) nachgelassen.

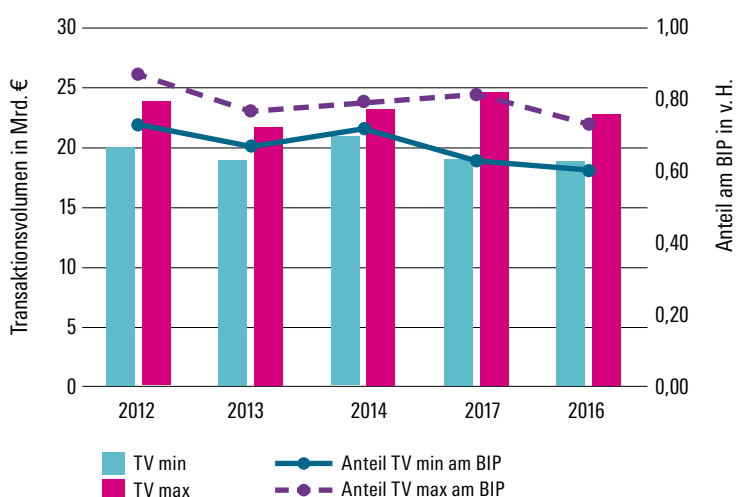
Bei den hier dokumentierten Übernahmen erhielten die Finanzinvestoren überwiegend die unternehmerische Kontrolle. So erwarben die Private-Equity-Gesellschaften bei 84% der Unternehmen einen Eigentumsanteil von mehr als 75% und bei weiteren 9% der Unternehmen lag dieser zwischen 50,1% und 75%⁶.

Sektoral wurden die meisten Buyouts im Jahr 2016 in den Traditionellen Industrien⁷ (14,6%) sowie in der Branche Software, IT und Internet (14,2%) und in der Branche Maschinen- und Anlagenbau (11,8%) getätigt (vgl. **Tabelle 1**). Die meisten Beschäftigten waren in Unternehmen der Branchen Transport/Logistik (17,2%), Fahrzeugbau (14,2%) und Bau/Handwerk (11,0%) angestellt. Der hohe Anteil der Branche Transport/Logistik rührt daher, dass in dieser Studie zu dieser Branche auch die Zeitarbeitsunternehmen zählen und mehrere beschäftigungsstarke Zeitarbeitsunternehmen im Jahr 2016 von einem Finanzinvestor erworben wurden.

Um die längerfristigen Trends zu erkennen, wurden die Wirtschaftszweige in fünf große Bereiche gruppiert (vgl. **Abbildung 4**). Hierzu wurden die vier export- und innovationsstarken Branchen der deutschen Industrie – Chemie und Kunststoff, Elektrotechnik und Elektronik, Fahrzeugbau sowie Maschinen- und Anlagenbau – zum Industriellen Kernsektor aggregiert.

Abbildung 3

Transaktionsvolumen und Anteil am BIP 2012 bis 2016



Quelle: eigene Darstellung auf Basis eigener Berechnungen und Daten des Statistischen Bundesamtes (n=1.024 Unternehmen)

Hans Böckler Stiftung

4 Vgl. KfW Research (2016), Preqin (2016), BVK (2017), Bamberg (2017a).
5 Debt-Fonds bieten in Konkurrenz zu Banken Kredite an, die schneller vergeben werden und weniger reguliert sind; vgl. Hedtstück (2016) und Bamberg (2017b).

6 Ein Unternehmen – das Marktforschungsinstitut GfK SE – bildete mit einem Anteil des Finanzinvestors KKR von nur 18,5% eine Ausnahme von der Mindestschwelle des Eigentumsanteils von 25%. Diese Ausnahme wurde zugelassen aufgrund der Größe des Unternehmens und aufgrund der Übernahme im Konsens mit dem bisherigen Hauptaktionär, mit dem gemeinsam KKR nun einen Anteil von 75% am Unternehmen beherrscht.

7 Hierzu zählen die Holz- und Möbelindustrie, die Metallgewinnung und -bearbeitung, die Druckindustrie, die Textil- und Bekleidungsindustrie, die Nahrungs- und Genussmittelindustrie und sonstige Bereiche des produzierenden Gewerbes, die nicht in einer anderen Branche separat aufgeführt sind.

Übernahmen und Beschäftigte in den übernommenen Unternehmen im Jahr 2016 nach Branchen

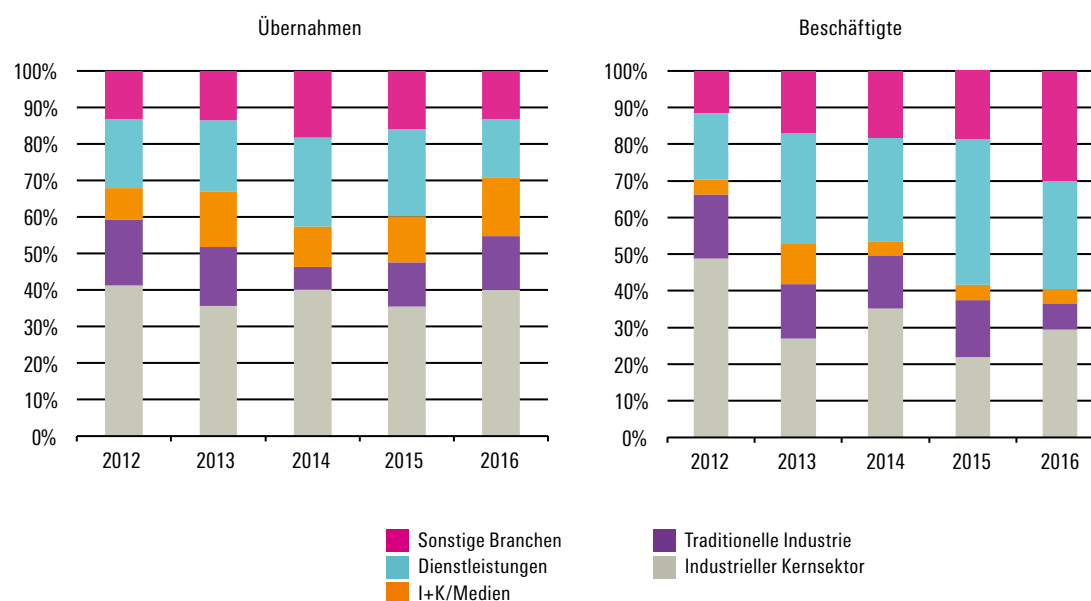
Branche	Buyouts		Beschäftigte	
	Anzahl	in v. H.	Anzahl	in v. H.
Bau/Handwerk	5	2,4	11.793	11,0
Chemie/Kunststoff	22	10,4	7.697	7,2
Dienstleistungen	7	3,3	4.238	4,0
Elektrotechnik/Elektronik	21	9,9	2.497	2,3
Energie/Umwelt	2	0,9	6.900	6,5
Fahrzeugbau	17	8,0	15.225	14,2
Finanzdienstleistungen	3	1,4	755	0,7
Gesundheit	7	3,3	11.547	10,8
Handel	14	6,6	8.324	7,8
Maschinen-/Anlagenbau	25	11,8	6.032	5,6
Medien	1	0,5	91	0,1
Pharma	14	6,6	1.763	1,6
Software, IT und Internet	30	14,2	3.751	3,5
Telekommunikation	3	1,4	209	0,2
Traditionelle Industrie	31	14,6	7.666	7,2
Transport/Logistik	10	4,7	18.380	17,2
Summe	212	100,0	106.868	100,0

Quelle: eigene Darstellung auf Basis von DAFNE/Bureau van Dijk, Deal News/Majunke Consulting, Preqin und eigenen Recherchen

Hans Böckler
Stiftung

Abbildung 4

Anzahl der Buyouts und Beschäftigtenvolumen der Zielunternehmen in Deutschland nach Branchengruppen 2012 bis 2016



Quelle: eigene Darstellung auf Basis von ZEPHYR und DAFNE/Bureau van Dijk, Deal News/Majunke Consulting, Preqin sowie eigenen Recherchen (n=1.024 Unternehmen)

Hans Böckler
Stiftung

Dieser Sektor vereinigte im Jahr 2016 zwei Fünftel der Übernahmen auf sich, gefolgt vom Sektor Dienstleistungen und dem Sektor Informations- und Kommunikationstechnik und Medien (beide 16%). Nach der Beschäftigtenzahl lag der Industrielle Kernsektor (29%) etwa gleichauf mit dem Dienstleistungssektor und den sonstigen Branchen (beide 30%). Im deutlichen Anstieg der sonstigen Branchen im Jahr 2016 zeichnet sich wiederum die hohe Beschäftigtenzahl der übernommenen Zeitarbeitsunternehmen ab.

Von den 212 Buyouts des Jahres 2016 entfielen wie im Jahr zuvor knapp zwei Fünftel auf die Umsatzklasse von 10 bis 50 Millionen Euro Umsatz (vgl. **Tabelle 2**). Der Anteil der kleinen Unternehmen in der Umsatzklasse von 1 bis 10 Millionen Euro Umsatz stieg leicht an auf 27%. Der Anteil der Großunternehmen mit 100 bis 500 Millionen Umsatz (15%) sowie mit über 500 Millionen Euro Umsatz (4%) blieb konstant. Die Zahlen für die Beschäftigtengrößenklassen zeigen ein ähnliches Bild. Hier wuchs die kleinste Beschäftigtenklasse von 1 bis 99 Beschäftigte in geringem Maße auf 40%. Die zweite Beschäftigtenklasse mit 100 bis 249 Beschäftigten verharrte bei ihrem Wert (24%). Die Anteile der beiden höchsten Beschäftigtenklassen blieben nahezu konstant.

Dennoch spielten sich die Übernahmen durch Finanzinvestoren aus der Sicht der Beschäftigten vor allem im Segment der Großunternehmen ab: Die meisten Beschäftigten vereinigte die Beschäftigtenklasse von 1.000 bis 4.999 Beschäftigten auf sich (33%) gefolgt von den Unternehmen in der Beschäftigtenklasse mit mehr als 5.000 Beschäftigten (30%).

5 GESAMTBESTAND AN UNTERNEHMEN AB 2.000 BESCHÄFTIGTEN

Das System der Unternehmensmitbestimmung und der betrieblichen Mitbestimmung in Deutschland geriet auch durch Finanzmarktakteure unter Druck.⁸ Besondere Herausforderungen des Private-Equity-Geschäftsmodell bestehen etwa durch den doppelten Eigentümerwechsel – erst mit dem Buyout, dann mit dem Exit –, bei dem die Arbeitnehmervertreter insbesondere bei nicht börsennotierten Unternehmen kaum Informations- bzw. Eingriffsrechte besitzen. Zudem intervenieren Finanzinvestoren häufig mit eigenen Vorstellungen in das operative Geschäft der Unternehmensleitungen. Die somit entstehenden Informationsflüsse bzw. informellen Gremien können das System der betrieblichen Mitbestimmung empfindlich stören. Schließlich können Strategien wie das Abspalten und Veräußern von Geschäftsbereichen, das Outsourcen von Aktivitäten oder ihre Verlagerung ins Ausland zu einem Unterschreiten der Beschäftigten-Mindestschwelle für die paritätische Mitbestimmung führen – sei es zufällig oder gezielt.

Aus diesem Grund wird hier der Bestand an Unternehmen im Eigentum von Private Equity mit mehr als 2.000 Beschäftigten, die potenziell der paritätischen Mitbestimmung unterliegen, dokumentiert. Hierzu wurden alle Unternehmen, die im Zeitraum der Jahre 2006 bis 2016 von einem Finanzinvestor übernommen wurden, daraufhin überprüft, ob sie sich im ersten Quartal 2017 noch in signifikantem Maß in der Eigentümerschaft einer Private-Equity-Gesellschaft

Tabelle 2

Zielunternehmen 2016 nach Umsatz- und Beschäftigtengrößenklassen

Umsatz			Beschäftigte		
Klasse	Anzahl	Anteil in v.H.	Klasse	Anzahl	Anteil in v.H.
0 bis < 1 Mio. €	0	0,0	1 bis 99	84	39,6
1 bis < 10 Mio. €	57	26,9	100 bis 249	51	24,1
10 bis < 50 Mio. €	82	38,7	250 bis 499	32	15,1
50 bis < 100 Mio. €	32	15,1	500 bis 999	23	10,8
100 bis < 500 Mio. €	32	15,1	1000 bis 4.999	18	8,5
> 500 Mio. €	9	4,2	> 5.000	4	1,9
Summe	212	100,0	Summe	212	100,0

Quelle: eigene Darstellung auf Basis von DAFNE / Bureau van Dijk, Deal News / Majunke Consulting, Preqin und eigenen Recherchen

Hans Böckler
Stiftung

⁸ Vgl. Krieger/Sick (2009) und Haves/Vitols/Wittke (2014).

befanden. Es wurden nur die in Deutschland beschäftigten Arbeitnehmer einbezogen, da nur deren Zahl für die Anwendung des Mitbestimmungsgesetzes entscheidend ist. Im letzten Schritt wurde anhand der Datenbank der Hans-Böckler-Stiftung zu mitbestimmten Unternehmen überprüft, ob die übriggebliebenen Unternehmen tatsächlich paritätisch mitbestimmt sind.

Im ersten Quartal 2017 hatten insgesamt 48 Unternehmen mit mehr als 2.000 Beschäftigten eine Private-Equity-Gesellschaft als bestimmenden Eigentümer. Ein Fünftel dieser Unternehmen hatte mehr als 5.000 Beschäftigte (vgl. **Tabelle 3**).

Zugleich hat sich der Anteil von mitbestimmten Unternehmen von etwa zwei Fünftel im Vorjahr auf 58% erhöht, das heißt bei 28 Unternehmen mit mehr als 2.000 waren Gremien der paritätischen Mitbestimmung zum Ende des Jahres 2016 eingerichtet. Dabei erreichte die Unternehmensmitbestimmung bei Unternehmen mit 3.000 bis 5.000 Beschäftigten einen Anteil von 70% und hatte eine signifikant höheren Wert als bei Unternehmen mit 2.000 bis 3.000 Beschäftigten (24%).

Anzahl der übernommenen und der mitbestimmten Unternehmen mit mehr als 2.000 Beschäftigten Ende des Jahres 2016 nach Beschäftigtengrößenklassen

Beschäftigten-größenklasse	Unternehmen		Unternehmensmitbestimmung	
	Anzahl	in v. H. aller Unternehmen	Anzahl	in v. H. der Größenklasse
2.000 bis 2.999	21	43,8	5	23,8
3.000 bis 4.999	17	35,4	8	47,1
ab 5.000	10	20,8	7	70,0
Summe	48	100,0	28	58,3

Quelle: eigene Darstellung auf Basis von DAFNE / Bureau van Dijk, Deal News / Majunke Consulting, Preqin und eigenen Recherchen

Hans Böckler Stiftung

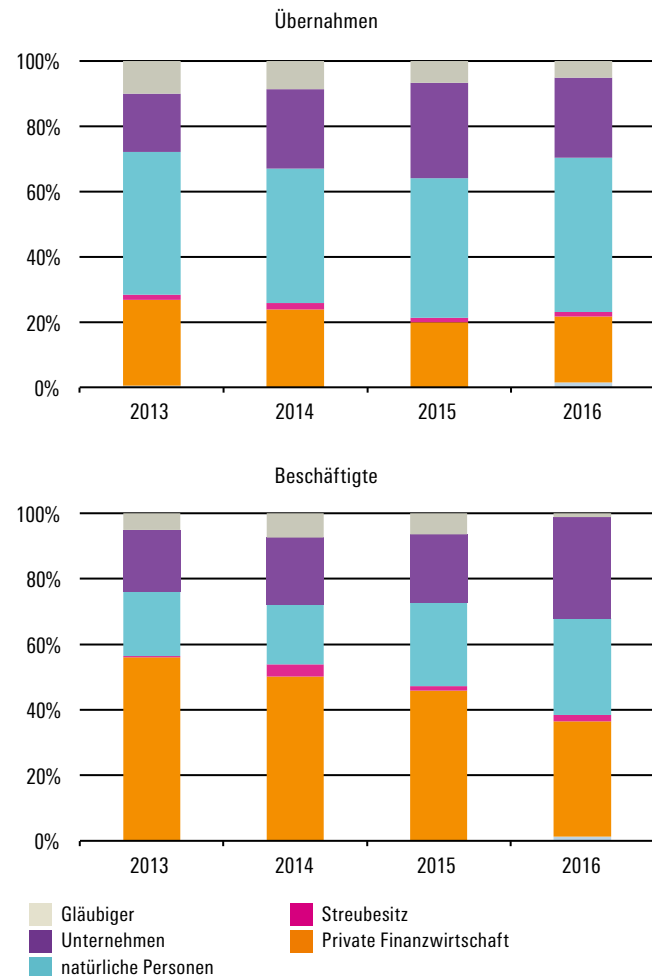
Abbildung 5

6 VERKÄUFER BEI ÜBERNAHMEN

Wer sind die Verkäufer, die ihr Unternehmen in Deutschland an eine Private-Equity-Gesellschaft veräußert haben? Der wichtigste Eigentübertyp in den vergangenen vier Jahren waren natürliche Personen, das heißt Gründer, Familien und Erben suchten eine Gelegenheit zum Ausstieg aus ihrem Unternehmens-eigentum (vgl. **Abbildung 5**). Mit einem Anteil von 47% hatte dieser Eigentübertyp im Jahr 2016 einen besonders hohen Anteil bei den Buyouts. Auf dem zweiten Platz mit 24% lagen in diesem Jahr strategische Unternehmen – in der Regel große Konzerne, die sich von einzelnen Firmenteilen trennten. Mit 20% lag der Anteil der privaten Finanzakteure, das heißt vor allem anderer Private-Equity-Gesellschaften, auf dem Niveau des Vorjahres. Die starke Welle an Zweitverkäufen an Finanzinvestoren (Secondary Buyout) der Jahre 2013 und 2014 scheint damit etwas abgeebbt. Auch die Käufe nach einer Insolvenz fielen mit 5% im Jahr 2016 geringer aus als in den Vorjahren.

Bezieht man die Anzahl der betroffenen Beschäftigten in den verkauften Unternehmen auf den Status des vorherigen Eigentümers, dann waren die Finanzinvestoren mit 37.000 Beschäftigten bzw. 35% die wichtigste Gruppe der Voreigentümer. Ihre Position hat jedoch seit dem Jahr 2013 stark nachgelassen und sich allein gegenüber dem Vorjahr 2015 noch einmal um 11 Prozentpunkte verringert. Die zweitmeisten Beschäftigten waren angestellt in Unternehmen, die von den strategischen Investoren (31%) veräußert wurden. Es folgten die Unternehmen aus Privatbesitz mit einem Anteil von 30%. Insgesamt haben die Finanzinvestoren auch 2016 wieder die

Übernommene Unternehmen und deren Beschäftigte in Deutschland 2016 nach dem Eigentübertyp des Verkäufers



Quelle: eigene Darstellung auf Basis von DAFNE / Bureau van Dijk, Deal News / Majunke Consulting, Preqin und eigenen Recherchen (n=818 Unternehmen)

Hans Böckler Stiftung

durchschnittlich beschäftigungsstärkeren Unternehmen (verglichen mit den Familieneigentümern) auf den Markt gebracht. Die Zahl der Beschäftigten in den Unternehmen, die aus einer Insolvenz stammten, fiel gegenüber den Vorjahren besonders gering aus. Hierzu können auch Personalentlassungen während der Insolvenzverfahren beigetragen haben, so dass ein bereits reduziertes Beschäftigtenvolumen in der Auswertung registriert wird.



Secondary Buyout

Der Verkauf eines Unternehmens zwischen Private-Equity-Gesellschaften wird Secondary Buyout genannt. Während nach der ersten Übernahme meist Kostensenkungen, der Verkauf von Randaktivitäten und eine Optimierung des Einkaufs umgesetzt werden, muss für eine gute Rendite beim zweiten Verkauf häufig eine neue Unternehmensstrategie gefunden werden. Secondary Buyouts bedeuten daher nicht Kontinuität, sondern häufig neue Veränderungen im Unternehmen.

Soweit strategische Unternehmen als Verkäufer auftraten, handelte es sich überwiegend um Konzerne und große Mittelständler. Rund 48% dieser Unternehmen hatten mehr als 10.000 Beschäftigte und weitere 31% hatten zwischen 1.000 und 9.999 Beschäftigte.

Die Verkäufer von Zielunternehmen hatten im Jahr 2016 zu vier Fünfteln ihren rechtlichen Unternehmenssitz in Deutschland. Damit erhöhte sich der Anteil der deutschen Eigentümer erneut um 3%. Verantwortlich hierfür ist unter anderem die hohe Anzahl an natürlichen Personen als Verkäufer. Der Anteil der Eigentümer aus Großbritannien und aus den Vereinigten Staaten, in denen viele auswärtige Finanzinvestoren ihren Sitz haben, lag bei 9%. Hier schlug sich der Bedeutungsrückgang der Secondary Buyouts nieder. Die weiteren Eigentümer kamen vor allem aus anderen europäischen Ländern.

Bei der Betrachtung nach den Beschäftigten in den übernommenen Unternehmen zeigt sich ebenfalls ein Anteilsgewinn für die Verkäufer aus Deutschland. Ihr Anteil stieg 2016 auf 61% und lag damit 3% über dem Vorjahr. Der Anteil der Verkäufer aus Großbritannien und den USA, der im Vorjahr zusammen betrachtet noch 24% betragen hatte, fiel auf 7%. Dagegen kamen die Verkäufe mit Eigentümern aus anderen europäischen Staaten auf einen Beschäftigungsanteil von 26%.

7 PRIVATE-EQUITY-GESELLSCHAFTEN

Auf dem Markt für Buyouts sind einige große Finanzmarktakteure, aber auch viele kleinere Private-Equity-Gesellschaften aktiv, die mit ihren Teams eine oder wenige Übernahmen pro Jahr stemmen. Im Jahr 2016 wurden die 212 Buyouts in Deutschland von 139 Private-Equity-Gesellschaften getätigt, wobei die Mehrheit der Gesellschaften nur an einem Buyout beteiligt war.

Wie in den ersten beiden Ausgaben des „Private Equity Monitor Deutschland“ wird hier ein Ranking der Aktivitäten von Private-Equity-Gesellschaften vorgelegt. In das Ranking für das Jahr 2016 fließen allerdings nur die Zahl der Übernahmen und die Zahl der Beschäftigten in den übernommenen Unternehmen ein⁹. Beide Kriterien werden gleichwertig gewichtet. **Tabelle 4** stellt die 23 Kapitalbeteiligungsgesellschaften vor, die die Plätze 1 bis 6 belegt haben. Die französische Gesellschaft Ardian führt das Ranking für das Jahr 2016 an. Ein Drittel der platzierten Gesellschaften hatte ihren rechtlichen Unternehmenssitz in Deutschland.

Die 139 Private-Equity-Gesellschaften, die im Jahr 2016 eine Übernahme in Deutschland tätigten, haben unterschiedliche Zugänge zu Kapital. Daraus ergeben sich verschiedene zeitliche Horizonte ihrer Investitionen bzw. unterschiedliche Gewinnansprüche der Kapitaleigentümer (siehe Kasten „**Finanzinvestoren nach dem Typ der Kapitalbeschaffung**“). In den vergangenen vier Jahren wurden rund zwei Drittel aller Übernahmen von fondsbasierten Gesellschaften getätigt, wobei das Kapital üblicherweise für zehn Jahre in den Fonds festgelegt ist. Dieser Investitionstyp hat in den vergangenen beiden Jahren noch zugelegt und erreichte 2016 einen Anteil von 70% an allen Übernahmen. Das zweitwichtigste Modell im Jahr 2016 sind Industrieholdings, die für 18% aller Buyouts verantwortlich zeichneten und damit ebenfalls leicht an Anteilen gewonnen haben. Schließlich wurden rund 4% der Buyouts im Jahr 2016 finanziert über Direktinvestments, bei denen Investoren ihr Kapital für ein spezifisches Investment bereitstellen, und 1% über öffentlich-rechtliche Kapitalbeteiligungsgesellschaften (für knapp 7% aller Investments konnte keine Finanzierungsstruktur recherchiert werden). Fasst man die drei letztgenannten Finanzierungsformen zusammen, dann wurde ein knappes Viertel aller Übernahmen von diesen Geschäftsmodellen vorgenommen, die meist weniger an einen zeitlich feststehenden Verkaufstermin gebunden sind. Obwohl diese Beteiligungsgesellschaften individuelle Investmentstrategien verfolgen, die näher zu analysieren wären, dürfte aufgrund ihres Kapitalzugangs der externe Druck bei ihnen etwas geringer ausfallen.

⁹ Das in den ersten beiden Ausgaben einbezogene Transaktionsvolumen, durch das die wirtschaftliche Größe der Unternehmen berücksichtigt wird, muss auf unterschiedliche Berechnungsgrundlagen zurückgreifen. Da die Private-Equity-Gesellschaften meist nur mit einer oder zwei Transaktionen vertreten sind, kann dies zu zufälligen Verzerrungen führen.

Die TOP-23-Private-Equity-Gesellschaften des Jahre 2016

Platz	Private-Equity-Gesellschaft	Unternehmenssitz	Anzahl Transaktionen	Beschäftigte	PEMD*-Punkte
1	Ardian	Frankreich	8	1.992	12
	AUCTUS Capital Partners AG	Deutschland	7	3.060	12
2	Deutsche Beteiligungs AG	Deutschland	6	2.028	11
3	Carlyle	USA	3	8.741	10
	EQT Partners GmbH	Schweden	2	10.175	10
	KKR	USA	3	6.007	10
4	Bregal	Großbritannien	3	2.500	9
	NORD Holding	Deutschland	4	1.226	9
	Permira	Großbritannien	4	2.108	9
	Waterland	Niederlande	3	2.863	9
5	AURELIUS SE	Deutschland	4	762	8
	Blackstone	USA	3	1.057	8
	Capiton AG	Deutschland	2	4.621	8
	Equistone Partners GmbH	Großbritannien	4	900	8
	IK Investment Partners	Schweden	4	694	8
	Naxicap Partners	Frankreich	1	8.600	8
	PPF Partners	Tschechien	1	6.700	8
6	Gilde	Niederlande	2	1.698	7
	Hannover Finanz GmbH	Deutschland	2	1.080	7
	Luxempart SA	Luxemburg	2	1.539	7
	Orlando	Deutschland	2	1.014	7
	Seafort Advisors	Deutschland	2	1.312	7
	Triton	Großbritannien	1	2.900	7

*PEMD=Private Equity-Monitor Deutschland

Quelle: eigene Berechnungen auf Basis von ZEPHYR und DAFNE/Bureau van Dijk, Deal News/Majunke Consulting, Preqin und eigenen Recherchen

Hans Böckler
Stiftung

Mit den Übernahmen durch einen Finanzinvestor geht für die übernommenen Unternehmen insgesamt eine Internationalisierung ihrer Eigentümerschaft einher. Nachdem deutsche Finanzinvestoren in den beiden vorangegangenen Jahren ein größeres Übernahmevermögen erzielen konnten, hat diese Internationalisierung im Jahr 2016 wieder zugenommen. Insgesamt fiel der Anteil der deutschen Private-Equity-Gesellschaften auf 49% bei den Transaktionen und 26% bei den Beschäftigten in den übernommenen Unternehmen – ein Rückgang um jeweils 10%. Unter den Private-Equity-Gesellschaften mit einem ausländischen Sitz waren Finanzinvestoren aus Frankreich/Benelux (15% der Transaktionen), Großbritannien (14%) und den USA (13%) stark vertreten. Private-Equity-Gesellschaften aus diesen Ländern hatten zusammengefasst auch einen Anteil von 55% an den Arbeitnehmern in den übernommenen Unternehmen. Die weiteren Anteile bei den Transaktionen und bei den Beschäftigten verteilen sich auf Finanzinvestoren aus anderen europäischen Ländern.



Finanzinvestoren nach dem Typ der Kapitalbeschaffung

- Fondsbasierte Private-Equity-Gesellschaften sammeln Kapital von privaten und institutionellen Investoren über einen Fonds ein, wobei das Kapital in diesem Fonds für einen bestimmten Zeitraum fest angelegt ist. Die Fondsinvestoren erhalten als Vergütung Ausschüttungen aus den Fonds.
- Industrieholdings verfügen über einen festen Kapitalstock, indem sie z. B. als Vermögensverwalter für Finanzinstitute, Stiftungen oder Privatleute fungieren, oder weil sie das Kapital im Rahmen einer Börsennotierung erhalten haben.
- Bei Direktinvestment-Modellen wird das Kapital nicht über den Umweg eines Fonds, sondern von Investoren direkt bei der Übernahme eines Unternehmens bereitgestellt. Die Private-Equity-Gesellschaften verantworten dabei in gleicher Weise die Übernahmen und erhalten hierfür eine Verwaltungsgebühr von den Investoren.
- Öffentlich-rechtliche Kapitalbeteiligungsgesellschaften verfügen über einen von öffentlicher Seite bereitgestellten Kapitalstock.

8 FONDS

Die fondsbasierten Geschäftsmodelle, die für die große Mehrheit der Übernahme auf dem deutschen Kapitalbeteiligungsmarkt verantwortlich sind, werden im Folgenden näher untersucht. Sie sind auch aus Sicht der Beschäftigten von besonderem Interesse, da durch den befristeten Kapitaleinsatz und durch die Garantie von Mindestverzinsungen für die Fondsinvestoren ein hoher zeitlicher und ökonomischer Druck auf die übernommenen Unternehmen entstehen kann.

Bei einem fondsbasierten Geschäftsmodell übernimmt eine Private-Equity-Gesellschaft die Verwaltung des Fonds, das heißt sie erwirbt mit deren Kapital einzelne Unternehmen, leitet und veräußert diese und zahlt das Kapital inklusive einer Rendite an die Investoren zurück¹⁰. Hierfür erhält die Gesellschaft eine Gebühr (Management Fee) und ab dem Erreichen einer Mindestschwelle des Gewinns für die Investoren (Hurdle Rate) zusätzlich eine Beteiligung an den Gewinnen (Carried Interest). Häufig wird die angelsächsische Rechtsform der Limited Partnership gewählt, die es erlaubt, für eine begrenzte Zeit eine juristische Einheit zu schaffen, ohne als neue Unternehmensebene der Besteuerung zu unterliegen. In dieser Konstruktion treten die Private-Equity-Gesellschaft als General Partner und die Investoren als Limited Partner auf¹¹.

Im Folgenden werden anhand von Daten des Informationsdienstleisters Preqin die Konditionen und Erträge der Fonds dargestellt, die in Deutschland im Jahr 2016 Übernahmen getätigt haben. Die Datenbasis der Erträge beruht auf freiwilligen Angaben von

Investoren und Private-Equity-Gesellschaften zu den Fonds; die Angaben zu den Konditionen beruhen auf einer anonymisierten Auswertung von Fondskonditionen, die Preqin erstellt hat¹².

Für 142 aller Buyouts des Jahres 2016 konnten die beteiligten Fonds identifiziert werden (67%), wobei es sich um 99 unterschiedliche Fonds handelt. Etwas mehr als Hälfte dieser Fonds war in den Jahren 2014 bis 2016 aufgelegt worden, ein weiteres Drittel in den Jahren 2011 bis 2013. Dass ein Fünftel der Fonds älter als sechs Jahre war und noch immer Investitionen tätigte, erklärt sich in fast allen Fällen durch den Zukauf kleinerer Unternehmen als Verstärkung für ein strategisch aufgebautes Kernunternehmen (Buy-and-build-Strategie).

Als zentrales Maß für den Ertrag der Limited Partner haben sich die Net Internal Rate Of Return (Net IRR) und das Investment Multiple eingebürgert¹³. Die Net IRR beruht auf den realisierten Gewinnen (Rückzahlungen an die Fondsinvestoren) und den nicht realisierten Gewinnen, die sich aus der Bewertung der Vermögensgegenstände des Fonds ergeben. Beides wird für einen bestimmten Zeitpunkt berechnet. Die Summe der Gewinne wird auf das in den Fonds investierte Kapital bezogen, von dem die Fondsgebühren und die Gewinnbeteiligung der General Partner abgezogen werden. Für Fonds, die erst seit ein bis zwei Jahren am Markt tätig sind, sind üblicherweise noch keine Leistungsdaten verfügbar.

Es konnte das Net IRR für 31 an den Buyouts im Jahr 2016 beteiligten Fonds identifiziert werden, wobei jeder Fonds nur einmal in das Sample einbezogen wird. Die Leistungsdaten beziehen sich jeweils auf das vierte Quartal 2016. Im Durchschnitt erzielten die Fonds eine jährliche Verzinsung des Kapitals von 13,8%. Je länger das Jahr der Markteinführung (Vintage) zurückliegt, desto höher fällt die Verzinsung aus, weil desto mehr Kapitalrückflüsse in den Fonds bzw. an die Investoren registriert werden können. Dies gilt allerdings nicht für die (wenigen) älteren Fonds, die um das Krisenjahr 2008 aufgelegt wurden. Insgesamt lag die Verzinsung der in Deutschland tätigen Fonds im Rahmen des historischen Durchschnitts des Net IRR von Buyout-Fonds bei 14,2% (wobei die Datenreihen nur bis zum Jahr 2008 reichen)¹⁴ (Vgl. **Tabelle 5**).

Die Erträge der General Partner bzw. der Private-Equity-Gesellschaften bestehen zum ersten aus den Managementgebühren (Management Fee). Da die Fondskonditionen durch den Informationsdienstleister Preqin anonymisiert dargestellt werden, wurden zu allen Fonds des Samples Vergleichsgruppen

Tabelle 5

Net IRR der im Jahr aktiven Fonds nach dem Jahr der Markteinführung (2006 bis 2014)

Vintage	Anzahl	Mittelwert	Minimum	Maximum	Standardabweichung
2006 bis 2010	8	13,1	9,9	16,3	7,6
2011	5	19,6	7,7	42,0	13,2
2012	5	14,7	8,5	22,9	6,1
2013	5	13,1	6,0	22,7	6,2
2014	6	11,0	7,1	27,3	13,6
alle Jahre	31	13,8	8,2	21,8	9,1

Quelle: eigene Darstellung auf Basis von Preqin

Hans Bockler
Stiftung

10 Vgl. zum Folgenden Zu Knyphausen-Aufsess/Koehne-mann (2012), Gilligan/Wright (2014), Talmor/Vasvari (2011, S. 21–38).

11 Eine Limited Partnership ist ähnlich wie eine Kommanditgesellschaft in Deutschland strukturiert, das heißt ein General Partner führt die Geschäfte und haftet mit seinem vollen Vermögen, während die Haftung des Limited Partners auf seine Kapitaleinlage beschränkt ist und er üblicherweise nicht in die Geschäfte eingreifen kann.

12 Fleming (2010, S. 17); vgl. zur Verwendung von Ertragsdaten in der Forschung Talmor/Vasvari 2011, S. 8–14), Higgs-on/Stucke (2012), Phalippou (2014), Gilligan/Wright (2014, S. 34); vgl. zur kritischen Diskussion der Datenbasis: Talmor/Vasvari (2011, S. 52 f.), Appelbaum/Batt (2014, S. 163–181), Fleming (2010, S. 20 f.); vgl. zum Vergleich mit anderen Datenbeständen: Harris/Jenkinson/Kaplan (2014, S. 1852 f.) und Phalippou (2014, S. 190).

13 Harris/Jenkinson/Kaplan (2014, S. 1859).

14 Harris/Jenkinson/Kaplan (2014, S. 1862).

anhand des Jahres der Markteinführung (Vintage Year), der Größe des Fonds und des regionalen Fokus gebildet. Die Werte zu den Fondskonditionen sind entsprechend als Durchschnittswerte zu betrachten. Auf diese Weise konnten die Managementgebühren für 67 Fonds ermittelt werden¹⁵. Die errechnete Gebühr beträgt im arithmetischen Mittel 1,8% des investierten Kapitals. Die Gebühr sinkt mit der Fondsgröße von der ersten Größenklasse (< 150 Mio. Euro) von 2,0% bis zur vierten Größenklasse (> 1 Mrd. Euro) auf 1,7%, was den anteilig geringeren Verwaltungskosten der großen Fonds geschuldet ist.



Gewinnanteile von Private-Equity-Gesellschaft und Investoren

Tätigt eine Private-Equity-Gesellschaft ein Investment, dann steht der Gewinn den Investoren zu, die in die Fonds der Private-Equity-Gesellschaft eingezahlt haben. Letztere erhält dagegen auf zweifache Weise Einkünfte: Zum einen wird sie für ihr Fondsmanagement gewinnunabhängig mit einer Gebühr entlohnt (Management Fee), die sie dem eingelegten Fondskapital entnehmen kann. Zum anderen wird sie an den realisierten Gewinnen beteiligt (Carried Interest). Damit diese Beteiligung nicht die Gewinne der Investoren zu stark schmälert, wird ihnen eine Mindestverzinsung (Hurdle Rate) zugesichert. Weil die Private-Equity-Manager erst bei Erreichen dieser Mindestverzinsung am ganz großen Geld beteiligt werden, wirkt die Hurdle Rate für sie als ein wichtiger Anreiz zur Erhöhung der Rendite, die aus den erworbenen Unternehmen angestrebt wird.

Der zweite Ertragsteil der Private-Equity-Gesellschaften, die Gewinnbeteiligung, setzt die Überschreitung einer Mindestverzinsung für die Investoren voraus (Hurdle Rate, siehe Kasten „Gewinnanteile“). Diese Mindestverzinsung konnte für 64 der Fonds ermittelt werden und betrug im Durchschnitt 7,8% des eingezahlten Kapitals. Sie lag bei der kleinsten Größenklasse der Fonds (< 150 Mio. Euro) bei 7,1% und stieg bis zur höchsten Größenklasse (Fonds ab 1 Mrd. Euro) leicht an auf 8,0%. Die Höhe der vertraglich den Private-Equity-Gesellschaften zugesicherten Gewinnbeteiligung lag im Durchschnitt bei 20%, wobei die Fonds selten von dieser in der Praxis verankerten Marke abwichen.¹⁶ Bis zum vierten Quartal 2016

¹⁵ Die meisten Fonds beanspruchen die volle Managementgebühr nur in der – meist sechs Jahre langen - Investitionsperiode und reduzieren anschließend die Gebühr. Die Gebühren wurden daher pauschal nur für maximal sechs Jahre berücksichtigt.

¹⁶ Zu den branchenüblichen Werten vgl. Robinson/Sensoy (2013, S. 2761).

hatten allerdings erst 15 der 64 erfassten Fonds die Schwelle ihrer jeweiligen Mindestverzinsung erreicht.

Bekanntlich wählen Private-Equity-Fonds häufig aus steuerlichen Gründen einen Offshore-Finanzplatz als ihren rechtlichen Sitz (siehe Kasten „Offshore-Finanzplatz“). Für die 142 Buyouts, die 2016 in Deutschland mit einem fondsbasierten Finanzierungsmodell getätigt wurden, konnte in 137 Fällen (96%) ein Fondsstandort ermittelt werden, wobei es sich um 95 unterschiedliche Fonds handelt. Diese Identifizierung gelang maßgeblich über die Daten des Dienstleisters Preqin sowie über weitere Informationsangebote¹⁷. Es ist zu beachten, dass viele Private-Equity-Gesellschaften Untergesellschaften ihrer Fonds in mehreren Offshore- und Onshore-Finanzplätzen ansiedeln. In diesen Fällen wird jeweils nur ein Fondsstandort pro Fonds aufgelistet. Sofern ein Offshore-Standort nachgewiesen werden kann, wird diesem der Vorrang in der Darstellung gegeben, da hier die Verbindung von Private Equity zu den Offshore-Standorten im Vordergrund steht. Mit 29 Fonds (30%) waren die meisten der in Deutschland 2016 tätigen Private-Equity-Fonds auf den Kanalinseln Guernsey und Jersey angesiedelt. Stark vertreten waren auch der US-Bundesstaat Delaware¹⁸ (15%) sowie die Cayman Islands und Bermuda (zusammen 12%). Immerhin 17% der Fonds hatten ihren rechtlichen Sitz in Deutschland, wobei dieser Standort meist den tatsächlichen Hauptsitzen der Private-Equity-Gesellschaften entspricht. Für 11% der Fonds konnte ausschließlich ein Standort in Großbritannien nachgewiesen werden. Hierbei handelt es sich weitgehend um (ehemalige) Private-Equity-Tochtergesellschaften von internationalen Großbanken, die ansonsten zahlreiche Gesellschaften



Offshore-Finanzplatz

Offshore-Finanzplätze übernehmen Bank- und andere Finanzdienstleistungen überwiegend für Akteure, die außerhalb ihres rechtlichen und administrativen Territoriums angesiedelt sind. Der Grund hierfür liegt zumeist in geringen Steuersätzen sowie in geringen Transparenzvorschriften, so dass eine weitere Nachverfolgung etwaiger Gewinne in die Herkunftsländer der Akteure erschwert wird. Dagegen bedienen Onshore-Finanzplätze überwiegend die Kunden ihres jeweiligen Territoriums.

¹⁷ Hierbei waren insbesondere die Global Legal Entity Identifier Foundation (GLEIF) und OpenCorporates hilfreich.

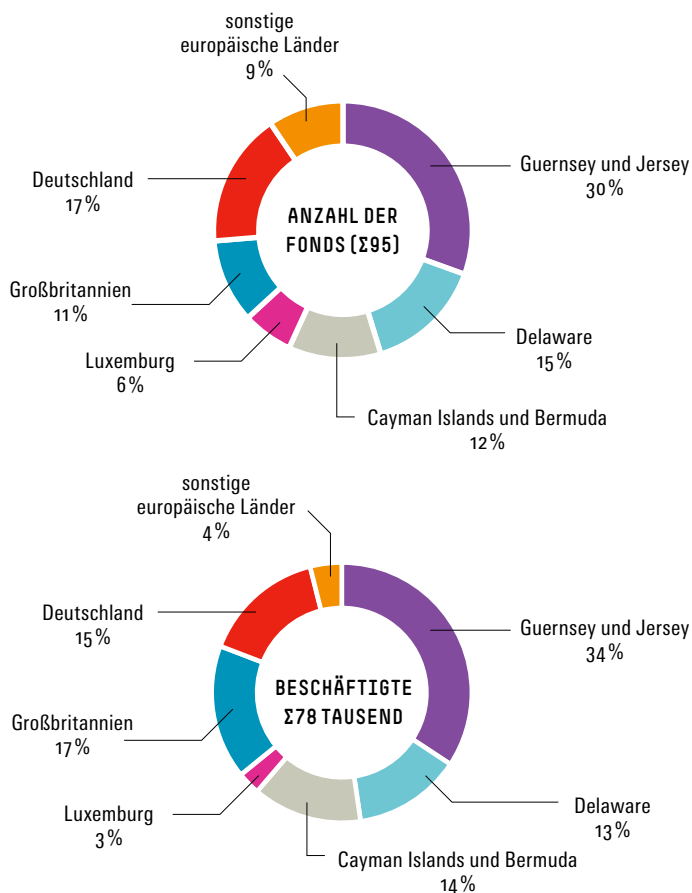
¹⁸ Für US-Unternehmen besitzt Delaware den Vorteil, dass keine Steuern auf die Erträge von immateriellen Vermögenswerten wie Patenten oder Markenrechten zu zahlen sind. Die Ersparnis für die Unternehmen wurde auf 15 bis 24% der Ertragssteuer geschätzt (Dyrenng/Lindsey/Thornock 2013, S. 752). Ausländische Unternehmen profitieren von den geringen Veröffentlichungspflichten bei der Unternehmensregistrierung, das heißt die Gesellschafter und die faktischen Geschäftsführer eines Unternehmens müssen nicht im Handelsregister erscheinen.

an Offshore-Finanzplätzen betreiben. Es muss daher vermutet werden, dass in diesen Fällen ebenfalls Offshore-Standorte einbezogen sind, die aber aufgrund der fehlenden Transparenz der Unternehmensverflechtungen nicht nachgewiesen werden können.

Addiert man für jeden Fondsstandort den Anteil an der Zahl der Unternehmensübernahmen, dann wurden 63% aller Übernahmen von einem Offshore-Standort (ohne Großbritannien) aus dirigiert (vgl. **Abbildung 6**). Dieser Anteil erhöht sich noch leicht auf 64%, wenn man die Beschäftigten in den übernommenen Unternehmen als Maß für die Bedeutung der Fondsstandorte nimmt. In diesen Wert sind die Anteile der britischen Fondsstandorte, d.h. 11% der Unternehmen und 17% der Beschäftigten, nicht eingerechnet. Insgesamt zeigt sich somit für die Übernahmen des Jahres 2016, dass die Finanzierung von Private-Equity-Geschäften überwiegend über einen Offshore-Finanzplatz geschah.

Abbildung 6

Fonds der Übernahmen des Jahres 2016 und Beschäftigte in den übernommenen Unternehmen nach den rechtlichen Sitzen der Fonds (Anteile in v. H.)



Quelle: eigene Darstellung auf Basis von DAFNE/Bureau van Dijk, Deal News/Majunke Consulting, Preqin und eigenen Recherchen (n=95 Fonds)

9 EXITS

Wenn die Eigentümerschaft von Finanzinvestoren endet, kommt auf die Beschäftigten wieder ein Eigentümerwechsel zu. In den meisten Fällen werden bei dieser neuerlichen Übernahme die strategischen Ziele des Unternehmens neu justiert – gleichgültig, ob der neue Eigentümer aus dem Kreis der direkten Wettbewerber stammt oder einen anderen Hintergrund besitzt. Aus diesem Grund werden die Formen der Exits hier näher beschrieben.



Exit

Der Wiederverkauf des Zielunternehmens bildet im Geschäftsmodell von Private Equity eine wichtige Renditequelle. Daher stellen die (internationale) Suche nach geeigneten Käufern und das richtige Timing am Markt zwei Kernkompetenzen jeder Private-Equity-Gesellschaft dar. Der Zeitpunkt für den Exit wird beim größten Teil der Private-Equity-Gesellschaften bestimmt durch die Laufzeit des Fonds, aus dem das Kapital für die Übernahmen bereitgestellt wird. Üblicherweise wird von einer Fondslaufzeit von 10 Jahren ausgegangen, wobei die ersten ein bis zwei Jahre für die Investition und die letzten ein bis zwei Jahre für die Desinvestition veranschlagt werden müssen.

Die Daten zu den Exits wurden unter Verwendung derselben Quellen und Methoden generiert, wie sie bei den Buyout-Daten verwendet wurden. Im Falle von Secondary Buyouts tauchen die Transaktionen in beiden Datensätzen auf.

Im Jahr 2016 fanden insgesamt 101 Exits von Unternehmen in Deutschland statt. Damit stieg die Zahl der Exits um mehr als ein Drittel gegenüber dem Vorjahr (vgl. **Abbildung 7**). Die Zahl der Beschäftigten in den veräußerten Unternehmen wuchs um rund 22% auf 102 Tausend Beschäftigte. Das Transaktionsvolumen stieg 2016 nach dem Minimum-Multiple um 32% gegenüber dem Jahr 2015 auf 20,9 Mrd. Euro und nach dem Maximum-Multiple um 14% auf 21,8 Mrd. Euro.

Nach dem Rekordjahr 2013, in dem viele Unternehmen aus den Krisenjahren 2008/09 veräußert worden sind, hatten die Finanzinvestoren in den beiden folgenden Jahren deutlich weniger Unternehmen am Markt verkauft. Der neuerliche Anstieg der Exits erklärt sich vor allem über die Dominanz der Verkäuferseite im vergangenen Jahr: Das niedrige Zinsumfeld und das geringe Angebot an Unternehmen haben deren Kaufpreise steigen lassen. Was die Private-Equity-Gesellschaften in dieser Marktlage als Käufer von Unternehmen einengte, gab ihnen als Verkäufer

wiederum viel Spielraum. Entsprechend haben viele Finanzinvestoren diesen Markt für Verkäufe genutzt.

Die meisten Exits im Jahr 2016 (vgl. **Tabelle 6**) fanden in der Branche Maschinen- und Anlagenbau statt (15 Exits), gefolgt von der Branche Elektrotechnik/Elektronik (12 Exits) sowie den Branchen Fahrzeugbau und Software/IT/Internet (beide 11 Übernahmen). Die meisten Beschäftigten wies die Branche Bau/Handwerk mit 22.000 Beschäftigten auf – vor den Branchen Fahrzeugbau sowie Transport/Logistik mit jeweils 12.000 Beschäftigten.

Nach den Umsatzgrößenklassen ist der Anteil der drei niedrigsten Umsatzgrößenklassen (< 50 Mio. Euro) im Jahr 2016 erneut gegenüber dem Vorjahr gefallen (vgl. **Abbildung 8**). Etwa ein Drittel aller Unternehmen wies weniger als 50 Mio. Euro Umsatz auf. Dagegen ist der Anteil der zweithöchsten Umsatzklasse mit 100 bis 500 Mio. Euro Umsatz mit einem Anteil von 39% um 8 Prozentpunkte gewachsen. Der Anteil der höchsten Umsatzkategorie verharrte mit einem Anteil von 6% beim Vorjahreswert.

Die Beschäftigtengrößenklassen blieben stabiler. Die größte Beschäftigtenklasse (> 5.000 Beschäftigte) ist mit 6% auf dem Niveau des Vorjahres, die zweitgrößte Beschäftigtenklasse (1.000 bis 5.000 Beschäftigte) hat mit 17% leicht gegenüber dem Vorjahr verloren, während die drittgrößte Klasse (500 bis 999 Beschäftigte) um 3 Prozentpunkte auf 20% zugelegt hat. Schließlich blieben die drei unteren Beschäftigtengrößenklassen (< 500 Beschäftigte) mit 57% nur leicht unter dem Stand von 2015.

Exits im Jahr 2016 nach Branchen

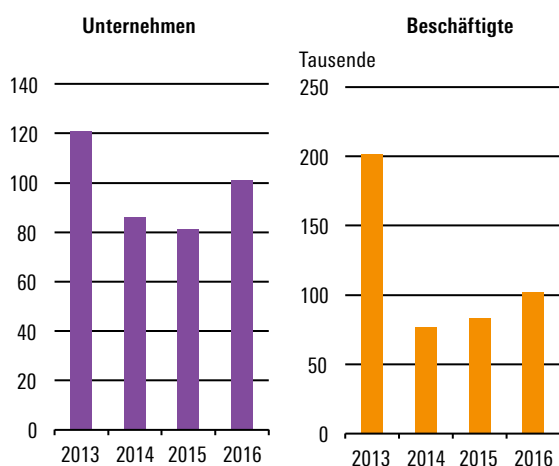
Branche	Transaktionen		Beschäftigte	
	Anzahl	in v. H.	Anzahl	in v. H.
Bau/Handwerk	5	4,9	22.408	22,0
Chemie/Kunststoff	10	9,9	6.123	6,0
Dienstleistungen	3	3,0	8.792	8,6
Elektrotechnik/Elektronik	12	11,9	9.126	9,0
Energie/Umwelt	3	3,0	1.464	1,4
Fahrzeugbau	11	10,9	12.254	12,0
Finanzdienstleistungen	2	1,9	746	0,7
Gesundheit	2	1,9	1.121	1,1
Handel	6	6,0	6.308	6,2
Maschinen-/Anlagenbau	15	14,9	8.049	7,9
Medien	4	4,0	1.446	1,4
Pharma	5	5,0	1.373	1,3
Software, IT und Internet	11	10,9	2.918	2,9
Telekommunikation	0	0,0	0	0,0
Traditionelle Industrien	6	6,0	7.853	7,7
Transport/Logistik	6	6,0	11.941	11,7
Summe	101	100,0	101.922	100,0

Quelle: eigene Darstellung auf Basis von DAFNE / Bureau van Dijk, Deal News / Majunke Consulting, Preqin und eigenen Recherchen

Hans Böckler Stiftung

Abbildung 7

Exits von Unternehmen und deren Beschäftigte in Deutschland in den Jahren 2013 bis 2016

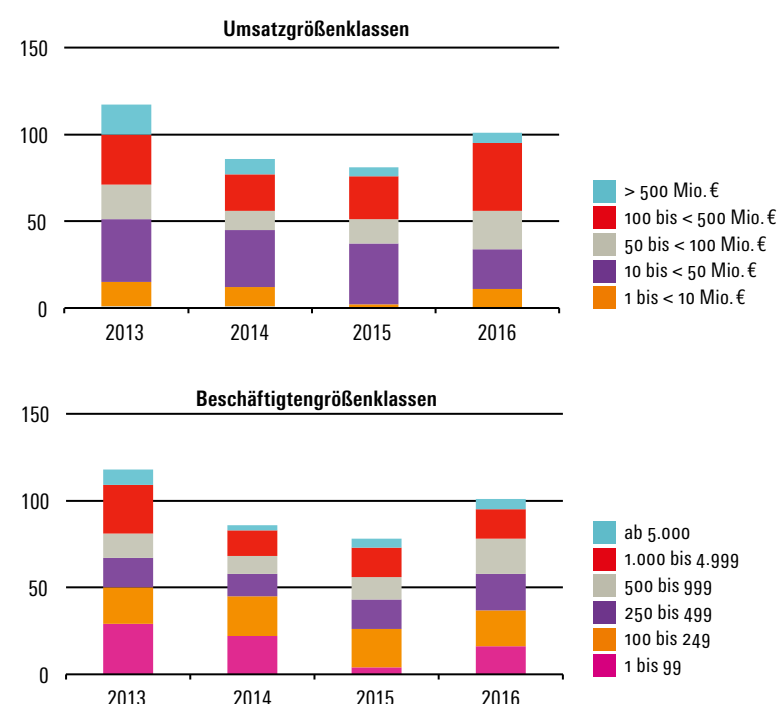


Quelle: eigene Darstellung auf Basis von ZEPHYR und DAFNE / Bureau van Dijk, Deal News / Majunke Consulting, Preqin und eigenen Recherchen (n=389 Unternehmen)

Hans Böckler Stiftung

Abbildung 8

Exit-Unternehmen in Deutschland nach der Umsatz- und Beschäftigtengrößenklasse in den Jahren 2013 bis 2016



Quelle: eigene Darstellung auf Basis von DAFNE / Bureau van Dijk, Deal News / Majunke Consulting, Preqin und eigenen Recherchen (n=385 Unternehmen)

Hans Böckler Stiftung

Die 2016 verkauften Unternehmen waren im Durchschnitt sechs Jahre und zwei Monate im Eigentum einer Private-Equity-Gesellschaft. Damit hat sich die Haltezeit gegenüber dem Vorjahr um neun Monate erhöht. Insgesamt befanden sich 70% aller Unternehmen, die in diesem Jahr von einem Finanzinvestor veräußert wurden, zwischen drei und acht Jahren im Eigentum des gleichen Finanzinvestors (vgl. **Abbildung 9**). Dass sich die Haltezeiten der Zielunternehmen verlängert haben, muss angesichts der gestiegenen Verkaufspreise und der hohen Kaufbereitschaft

verwundern. Neben der Sorge der Finanzinvestoren, bei einem frühen Ausstieg keine attraktiven Alternativen investieren zu können, mögen hier die komplexer gewordenen Restrukturierungsstrategien, insbesondere die Buy-and-Build-Strategie, eine Rolle spielen¹⁹.

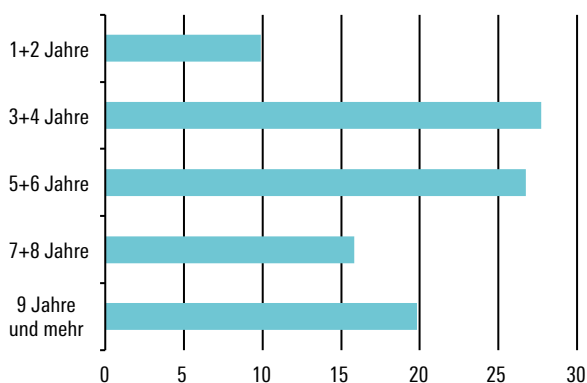
Zum Durchschnittswert von 6,2 Jahren gehören auch einige sehr kurze Haltezeiten. Zehn Unternehmen wurden maximal zwei Jahre gehalten, 14 weitere Unternehmen waren zwei bis drei Jahre im Eigentum eines Finanzinvestors. Daneben gab es in 12 Fällen eine sehr lange Haltezeit von zehn oder mehr Jahren, wobei Investoren mit einem öffentlich-rechtlichen Hintergrund bzw. börsennotierte Private-Equity-Gesellschaft wichtige Rollen spielten.

Beendet ein Finanzinvestor sein Engagement bei einem erworbenen Unternehmen, dann beginnt für dieses eine neue Phase der Entscheidung: Wird sich ein Eigentümer finden, der eine nachhaltige Entwicklung des Unternehmens vorantreibt? In den vergangenen Jahren kauften strategische Unternehmen, die ein zu ihren Geschäftsfeldern passendes Unternehmen suchten, etwa die Hälfte aller Exit-Unternehmen (vgl. **Abbildung 10**). Auch im Jahr 2016 lagen die Industrieunternehmen mit einem Anteil von 49% vor der zweiten großen Gruppe, den Finanzinvestoren (44%). Mit nur einem einzigen Börsengang im Jahr 2016 scheint dieser Exit-Kanal in Deutschland zurzeit fast verschwunden zu sein.

Nach der Zahl der Beschäftigten, die in den Exit-Unternehmen angestellt waren, haben die strategischen Investoren ihren Anteil deutlich ausgebaut. 2016 waren 57% aller Mitarbeiter in einem von strategischen Unternehmen erworbenen Exit-Unternehmen tätig. Parallel schrumpfte der Anteil der

Abbildung 9

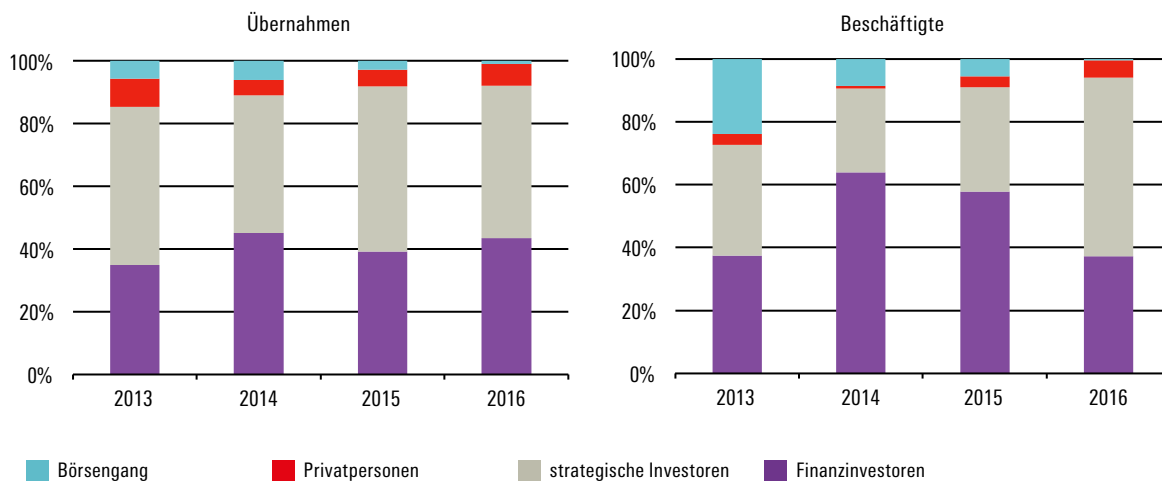
Unternehmen, die im Jahr 2016 von einem Finanzinvestor veräußert worden sind, nach der Haltezeit (in v. H.)



Quelle: eigene Darstellung auf Basis von DAFNE / Bureau van Dijk, Deal News / Majunke Consulting, Preqin und eigenen Recherchen (n=101 Unternehmen) Hans Böckler Stiftung

Abbildung 10

Exit-Unternehmen 2013 bis 2016 und ihre Beschäftigten nach dem Eigentübertyp der Käufer (in v. H.)

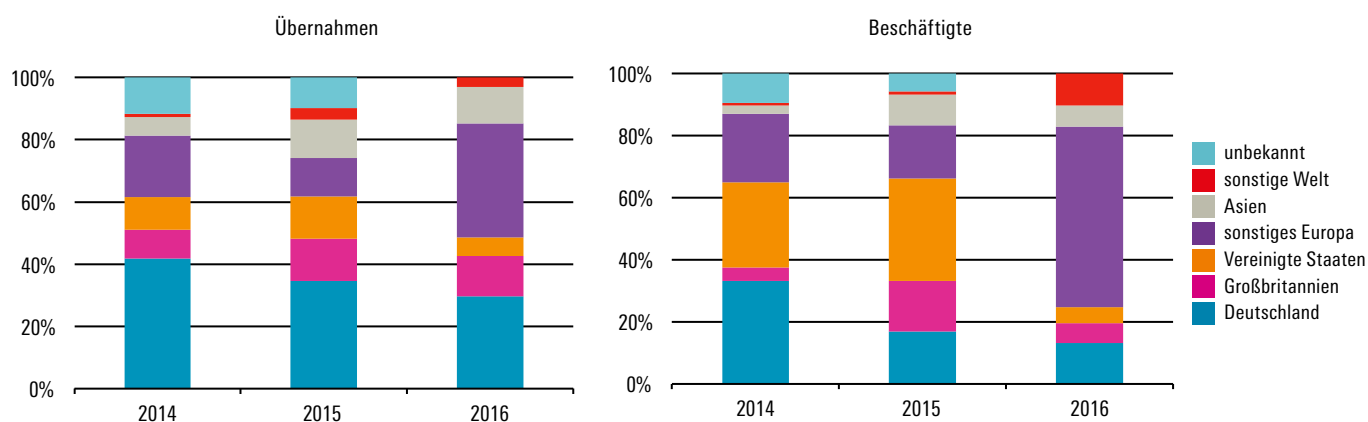


Quelle: eigene Darstellung auf Basis von DAFNE / Bureau van Dijk, Deal News / Majunke Consulting, Preqin und eigenen Recherchen (n=380 Unternehmen)

Hans Böckler Stiftung

¹⁹ Vgl. Hofman (2017).

Exit-Unternehmen 2014 bis 2016 und deren Beschäftigte nach dem Unternehmenssitz des Käufers



Quelle: eigene Darstellung auf Basis von Majunke Consulting, Preqin und eigenen Recherchen (n=268 Unternehmen)

Hans Böckler
Stiftung

Finanzinvestoren auf 37%, nachdem dieser Eigentübertyp in den beiden Vorjahren mit Abstand dominiert hatte. Der Anteil der Beschäftigten in Unternehmen, die an die Börse gehen konnten, sank in den letzten vier Jahren sehr stark und lag 2016 bei nur noch einem halben Prozent.

Mit dem Eigentümerwechsel verändern sich auch die Standorte, von denen aus die Unternehmenskontrolle ausgeübt wird. Von den im Jahr 2016 durch einen Finanzinvestor veräußerten Unternehmen erhielten knapp 30% einen Eigentümer mit dem rechtlichen Sitz in Deutschland (vgl. **Abbildung 11**). Damit ist dieser Wert in den vergangenen beiden Jahren noch einmal um 10% gefallen. An Eigentümer aus Großbritannien und den USA gingen dabei zusammengenommen fast 20% der Unternehmen. Käufer aus den europäischen Nachbarländern eigneten sich im Jahr 2016 mit 37% einen hohen Anteil an. Besonders aktiv waren hierbei strategische Investoren aus Frankreich. Der Anteil der Eigentümer aus Asien, wozu vor allem chinesische Unternehmen zählten, betrug 2016 rund 12%.

Unbekannt bleibt die Herkunft der neuen Käufer z.B. im Falle eines Börsengangs. Während diese Exit-Möglichkeit in den Vorjahren dazu führte, dass mindestens 10% der rechtlichen Hauptsitze nicht ermittelt werden konnten, spielte dies 2016 keine Rolle.

Das starke Engagement französischer Industrieunternehmen bei den Exits 2016 wird auch anhand der Zahl der Beschäftigten in den übernommenen Unternehmen deutlich. Französische Käufer erwarben vier der sechs beschäftigungsstärksten Unternehmen und hatten somit einen Anteil von 41% der

Beschäftigten. Sie steigerten den Anteil der europäischen Eigentümer (ohne Großbritannien und ohne Deutschland) auf 58%. Dagegen erhielten nur 13% aller Beschäftigten nach dem Ausstieg von Private Equity einen Eigentümer mit dem Hauptsitz Deutschland. Der Anteil von Käufern aus Großbritannien und den USA sackte von zusammengenommen 49% im Jahr 2015 auf 11% im Jahr 2016 ab. Er lag damit erstmals deutlich niedriger als der Anteil von Käufern aus Asien bzw. aus anderen nicht europäischen Ländern (zusammen 17%).

Vergleicht man die Standorte der Eigentümer nach dem Exit der Unternehmen mit den Standorten der ursprünglichen Verkäufer vor der Veräußerung an einen Finanzinvestor, dann lässt sich ein starker Internationalisierungsschub beobachten. Während die ursprünglichen Eigentümer zu knapp vier Fünfteln ihren rechtlichen Sitz in Deutschland hatten, ist dies bei den neuen Käufern nur zu einem Drittel der Fall.

10 ZUSAMMENFASSUNG

Mit dieser dritten Auflage des „Private Equity Monitor Deutschland“ wurden die Aktivitäten von Finanzinvestoren in Deutschland im Jahr 2016 betrachtet. Ein besonderer Schwerpunkt lag auf diesen Fragen:

- In welcher Weise sind Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer von den Unternehmensübernahmen betroffen?

- Welche Informationen sind für die Arbeitnehmervertreterinnen und -vertreter in den Gremien der Mitbestimmung von Interesse?

Gegenüber den Marktüberblicken aus der Perspektive von Investoren²⁰ wurden daher zum einen die Beschäftigtenzahlen durchgängig betrachtet und zum anderen die wirtschaftlichen Aspekte berücksichtigt, die durch die Eigentumsform Private Equity geprägt werden (unter anderem die befristete Haltedauer und die Anlagebedingungen für die Fondsinvestoren). Gemäß der Betrachtung des Jahres 2016 lassen sich folgende Ergebnisse und Tendenzen besonders hervorheben:

Stabilität am Buyout-Markt

Nachdem das Fundraising der Private-Equity-Gesellschaften bereits in den Vorjahren sehr erfolgreich war und von wachsenden Kapitalvolumina in den Fonds berichtet wurde, war für das Jahr 2016 eine deutlich gestiegene Übernahmetätigkeit von Finanzinvestoren auch am deutschen Markt zu erwarten. Vor diesem Hintergrund fällt der Zuwachs der Buyouts um 3% bei einer stagnierenden Zahl von 106.000 Beschäftigten in den übernommenen Unternehmen gering aus. Insgesamt scheint das niedrige Zinsumfeld die strategischen Investoren zu einer starken Konkurrenz am Übernahmemarkt werden zu lassen. Zugleich scheinen die gestiegenen Kaufpreise für Unternehmen die Verkaufsbereitschaft von Unternehmenseigentümern nicht bedeutend erhöht zu haben.

Comeback des industriellen Kernsektors

Sektoral war die erneute Steigerung des Anteils des industriellen Kernsektors auf 40% der Übernahmen und auf 29% der Beschäftigten bedeutsam. Dagegen fiel der Dienstleistungssektor, der in den vergangenen drei Jahren deutlich zugelegt hatte, auf nur noch 16% der Übernahmen und 30% der Beschäftigten zurück. Auffällig war das gewachsene Beschäftigtenvolumen der sonstigen Branchen – Grund hierfür war eine Übernahme gleich mehrerer beschäftigungsintensiver Zeitarbeitsfirmen, womit es sich vermutlich um eine einmalige Sonderentwicklung handelte.

Beschäftigungsvolumen von Secondary Buyouts verringert sich

In den vergangenen Jahren lag das Beschäftigungsvolumen, das bei Transaktionen zwischen Finanzinvestoren betroffen war, bei mehr als der Hälfte aller Arbeitnehmer im Rahmen von Private-Equity-Transaktionen. Mit dem Jahr 2016 hat sich dieses Beschäftigtenvolumen bei den Buyouts auf 30% und bei den Exits auf 37% verringert. Dagegen ist der Anteil von Secondary Buyouts bei der Anzahl der Transaktionen unverändert. So wurden 20% von einem Finanzinvestor als Verkäufer erworben und 44% an einen Finanzinvestor als Käufer veräußert. Der „Kreislauf des

Beteiligungskapitals“, den manche Unternehmen mit mehrfachen Buyouts durchlaufen, ist somit weiter intakt. Solange die Private-Equity-Gesellschaften einen so hohen Kapitalzufluss wie in der gegenwärtigen Zeit zu verzeichnen haben bzw. so lange sich nicht andersartige Kaufgelegenheiten für dieses Kapital ergeben, werden die Exits von Finanzinvestoren eine bevorzugte Akquisitionsmöglichkeit für Private Equity darstellen.

Europäisierung durch Buyouts

Der Sitz von Unternehmenszentralen prägt die Einbindung der Unternehmensleitungen in das Governance-System eines Landes, beeinflusst die unternehmensinterne Kommunikation und kann bei strategischen Entscheidungen den Ausschlag geben. Da Private-Equity-Gesellschaften häufig sehr aktiv in die Unternehmensstrategie eingreifen, ist der Unternehmenssitz der Private-Equity-Gesellschaften ein erster Anhaltspunkt dafür, wie Arbeitnehmervertreter nicht nur mit ihren Unternehmensleitungen, sondern auch mit den dahinterstehenden Finanzinvestoren kommunizieren und verhandeln können.

Nachdem die Kapitalbeteiligungsgesellschaften aus Deutschland, die eher kleinere Unternehmen übernehmen, in den Jahren 2014 und 2015 mehr als die Hälfte aller Transaktionen verantwortet haben, sank ihr Anteil im Jahr 2016 um 10% auf 49%. Auch die Zahl der Beschäftigten fiel im gleichen Maß und lag bei 26%. Stattdessen haben Private-Equity-Gesellschaften aus Frankreich/Benelux, Großbritannien und den USA ihre Anteile (wieder) ausgedehnt. Sieht man von der Rolle der USA ab, dann ist dieser Eigentümerwechsel von Buyouts vor allem eine Europäisierung. Dabei hatten die Finanzinvestoren aus den genannten Ländern sowie aus weiteren europäischen Ländern in Skandinavien und der Schweiz einen Anteil von 38% an allen Übernahmen und von 53% an den Beschäftigten in den übernommenen Unternehmen.

Fondsbasierte Geschäftsmodelle dominieren

Finanzinvestoren können ihr Investitionskapital aus unterschiedlichen Quellen erhalten. Dies kann die Zeithorizonte ihrer Investitionen und die Renditeerwartungen an die Zielunternehmen beeinflussen. Erstmals wurden daher im vorliegenden „Private Equity Monitor Deutschland“ die Private-Equity-Gesellschaften nach ihrem Kapitalzugang typisiert. In den vergangenen vier Jahren wurden rund zwei Drittel aller Übernahmen von fondsbasierten Gesellschaften getätigt, wobei das Kapital üblicherweise für zehn Jahre in den Fonds festgelegt ist. Dieser Investitionstyp hat in den vergangenen beiden Jahren noch zugelegt und erreichte 2016 einen Anteil von 70% an allen Übernahmen und von 80% an den Beschäftigten in den übernommenen Unternehmen. Alle anderen Finanzierungen über Industrieholdings, Direktinvestments und öffentlich-rechtliche Kapitalbeteiligungsgesellschaften, bei denen weniger strikte zeitliche Fristen auf das Zielunternehmen zukommen, sind dagegen in der Minderheitsrolle.

²⁰ Vgl. Preqin (2016), BVK (2017), EY (2016, S. 2), PwC (2017, S. 23), Oppenländer/Knepper (2017, S. 351).

Kontinuität der Fondsbedingungen

Die Anlagebedingungen der Fonds lagen im Jahr 2016 durchschnittlich bei einer Anlagegebühr (Management Fee) von 1,8% für die Fondsinvestoren. Wurde die vereinbarte Mindestverzinsung (Hurdle Rate) von durchschnittlich 7,8% erreicht, dann partizipierten auch die Private-Equity-Gesellschaften mit etwa 20% an den Gewinnen (Carried Interest). Das heißt, im Durchschnitt sind die Konditionen im Vorjahresvergleich identisch geblieben. Die durchschnittliche jährliche Verzinsung des Kapitals, die die im Jahr 2016 aktiven Fonds bis zum Ende des vierten Quartals 2016 erzielt hatten (Net-IRR), lag bei 13,8%. Die Rendite ist damit gegenüber dem Durchschnitt von 15% bei den in den Jahren 2014/2015 aktiven Fonds gefallen (wobei ein detaillierter Vergleich für die einzelnen Fondsjahre in diesem Beitrag nicht angestrebt wurde).

Das Kapital fließt über Steueroasen

Erstmals konnten für diese Ausgabe des „Private Equity Monitor Deutschland“ die Standorte zahlreicher Fonds ermittelt werden. Der rechtliche Sitz von knapp zwei Drittel der Fonds, die im Jahr 2016 einen Buyout in Deutschland getätigt haben, lag in einem Offshore-Finanzcenter. Dabei waren die Kanalinseln Guernsey und Jersey die wichtigsten Finanzplätze, gefolgt von dem US-Bundesstaat Delaware und den Cayman-Inseln. Nur 17% der Fonds hatte ihren rechtlichen Sitz in Deutschland. Dies legt nahe, dass die Vorzüge dieser Offshore-Standorte – Möglichkeiten der Steueroptimierung und die geringe Transparenz dieser Finanzplätze – ein wesentliches Kriterium für die Standortwahl der Fonds darstellen.

Ein attraktives Exit-Jahr

Der Wiederverkauf von Unternehmen durch Finanzinvestoren ist im Jahr 2016 erneut in Schwung gekommen. Gegenüber dem Vorjahr stieg die Zahl der Exits um mehr als ein Drittel auf 101 Exits und die Zahl der Beschäftigten in den veräußerten Unternehmen um rund 22% auf 102.000 Arbeitnehmer. Möglich wurde dieser deutliche Zuwachs durch die attraktiven Verkaufsbedingungen: Das niedrige Zinsumfeld und das geringe Angebot an Unternehmen haben deren Kaufpreise steigen lassen.

Verlängerung der Haltedauer

Die Zeit, in der eine Private-Equity-Gesellschaft Eigentümer eines Unternehmens ist, hat sich bei den Exits des Jahres 2016 gegenüber den Exits des Vorjahres um neun Monate erhöht. Die durchschnittliche Haltedauer im Jahr 2016 betrug sechs Jahre und zwei Monate; 70% aller veräußerten Unternehmen hatten sich zwischen drei und acht Jahren im Eigentum des gleichen Finanzinvestors befunden. Zu den verlängerten

Haltezeiten könnten die schwierigeren Bedingungen einer Re-Investition des Kapitals beigetragen haben sowie komplexere Restrukturierungsstrategien der Finanzinvestoren. Eine vollständige Betrachtung schließt jedoch auch ein, dass 10% der Unternehmen maximal zwei Jahre von einer Kapitalbeteiligungsgesellschaft gehalten wurden und dies bei weiteren 14% der Unternehmen bis zu maximal drei Jahren der Fall war. Enorm kurzfristige Beteiligungshorizonte sind aus dem Geschäftsmodell Private Equity also nach wie vor nicht gänzlich verschwunden.

Weitere Internationalisierung durch Exits

Mit dem Exit erhalten die Unternehmen einen dauerhaften neuen Eigentümer (abgesehen von den Secondary Buyouts, bei denen dies nur ein weiterer Zwischenschritt ist). Auch hier gilt: Die Standorte der Firmenzentralen können von strategischer Bedeutung für die Entwicklung der neuen Unternehmensteile sein. Mit den Exits 2016 stiegen der Anteil der internationalen Eigentümer an den Unternehmen auf über 70% und der Anteil an den betroffenen Arbeitnehmern auf 87%. Bei beiden Werten legte der Internationalisierungsgrad im vergangenen Jahr noch einmal um etwa 4% zu. Auffällig ist, dass Finanzinvestoren aus Frankreich/Benelux ihre Anteile an den Transaktionen und an den Beschäftigten mehr als verdoppeln konnten. Der europäische Anteil wuchs auf die Hälfte an allen Unternehmenskäufen (ohne Deutschland), während der amerikanische Anteil auf 6% zurückgegangen ist. Der Anteil von Verkäufen nach Asien – vor allem nach China – blieb mit 12% stabil.

Insgesamt war der Buyout-Markt in Deutschland im Jahr 2016 von Kontinuität geprägt. Die Buyout-Aktivität verblieb auf einem hohen Niveau bei etwas stagnierenden Beschäftigtenzahlen. Damit setzte sich die Auflösung bestehender Unternehmensverflechtungen bzw. der Eigentümerschaft von Privatpersonen und Familien fort. Die Beschäftigten waren weiter der Unsicherheit der Transaktionen, der Befristung der Beteiligungen und dem Renditeanspruch der Fondsinvestoren ausgesetzt. Mit einem Buyout und einem Exit durchliefen die Unternehmen eine doppelte Internationalisierung der Eigentümerschaft. Auf die Arbeitnehmervertreter kamen folglich unvermindert viele und komplexe Übernahmeprozesse zu. Trotz starken Zuflusses an Kapital zu den Fonds der Private-Equity-Gesellschaften verstärkte sich die Übernahmetätigkeit allerdings bislang nicht. In diesem Punkt scheint sich der Befund aus der letzten Ausgabe des „Private Equity Monitor Deutschland“ für die Jahre 2014 und 2105, der Buyout-Markt befinde sich in der Situation eines „eingehegten Finanzmarktkapitalismus“, auch für das Jahr 2016 zu bestätigen²¹.

21 Scheuplein/Sekanina/Teetz (2017, S. 20) und Scheuplein/Teetz (2017, S. 90).

- Appelbaum, Eileen / Batt, Rosemary (2014):** Private Equity at work: when Wall Street manages Main Street. New York.
- Bamberg, Florian (2017a):** Der 840-Milliarden-Wahnsinn. In: Finance, Mai / Juni 2017, S. 10 – 14.
- Bamberg, Florian (2017b):** Debt-Fonds finanzieren mehr große Buy-outs. In: Finance-Magazin.de vom 19.5.2017. Online verfügbar unter: <https://www.finance-magazin.de/finanzierungen/alternative-finanzierungen/debt-fonds-finanzieren-mehr-grosse-buy-outs-1403581/> [22.10.2017].
- BVK Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (Hg.) (2017):** BVK-Statistik: Das Jahr in Zahlen 2016. (Excel-Datei). Online verfügbar unter www.bvkap.de/markt/statistiken [2.9.2017].
- Cumming, Douglas (Hg.) (2012):** The Oxford Handbook of Private Equity. Oxford.
- Dyreg, Scott D. / Lindsey, Bradley P. / Thornock, Jacob R. (2013):** Exploring the role Delaware plays as a domestic tax haven. In: Journal of Financial Economics, 108(3), S. 751 – 772.
- EY (Hg.) (2016):** Private Equity. Der Transaktionsmarkt in Deutschland – 2. Halbjahr 2016. Online verfügbar unter: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-prasentation-pe-deal-survey-dez-2016/\\$FILE/ey-prasentation-pe-deal-survey-dez-2016.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-prasentation-pe-deal-survey-dez-2016/$FILE/ey-prasentation-pe-deal-survey-dez-2016.pdf) [12.9.2017].
- Fleming, Grant (2010):** Institutional Investment in Private Equity: Motivations, Strategies, and Performance. In: Cumming, Douglas (Hg.): Private Equity. Fund Types, Risks and Returns, and Regulation. Hoboken, S. 9 – 29.
- Gilligan, John / Wright, Mike (2014):** Private Equity Demystified: An Explanatory Guide. 3. Auflage. Online verfügbar unter <http://ssrn.com/abstract=2668066> [13.9.2017].
- Harris, Robert S. / Jenkinson, Tim / Kaplan, Steven N. (2014):** Private equity performance: What do we know? In: The Journal of Finance, 69(5), S. 1851 – 1882.
- Haves, Jakob / Vitols, Sigurt / Wittke, Peter (2014):** Financialization and Ownership Change: Challenges for the German Model of Labour Relations. In: Gospel, Howard / Pendleton, Andrew / Vitols, Sigurt (Hg.): Financialization, New Investment Funds, and Labour. An International Comparison. Oxford, S. 148 – 175.
- Hedstück, Michael (2016):** Private-Debt-Fonds drängen Banken aus dem Midmarket. In: Finance-Magazin.de vom 8.2.2016. Online verfügbar unter: <https://www.finance-magazin.de/finanzierungen/alternative-finanzierungen/private-debt-fonds-draengen-banken-aus-dem-midmarket-1372871/> [14.9.2017].
- Higson, Chris / Stucke, Rüdiger (2012):** The Performance of Private Equity. Online verfügbar unter: <http://ssrn.com/abstract=2009067> [15.9.2017].
- Hofman, Norbert (2017):** Auf Einkaufstour. In: VentureCapital Magazin, Nr. 10, S. 14 – 19.
- Kaplan, Steven N. / Strömberg, Per (2009):** Leveraged Buyouts and Private Equity. In: Journal of Economic Perspectives, 23(1), S. 121 – 146.
- KfW Research (Hg.) (2016):** German Private Equity Barometer: 2. Quartal 2016. Online verfügbar unter: http://www.bvkap.de/sites/default/files/page/gpeb_q2_2016.pdf [5.9.2017].
- Krieger, Alexandra / Sick, Sebastian (2009):** Finanzmarktkapitalismus und Kapitalmarktkrise: Herausforderungen für die deutsche Mitbestimmung! In: Hexel, Dietmar (Hg.): Never change a winning team – Erfolg durch Mitbestimmung. Marburg, S. 44 – 52.
- Oppenländer, Steffen / Knepper, Heinrich (2017):** Germany. In: Ritchie, Stephen L. (Hg.): The Private Equity Review – Sixth Edition. London, S. 351 – 362.
- Phalippou, Ludovic (2014):** Performance of buyout funds revisited? In: Review of Finance 18, S. 189 – 218.
- Preqin (Hg.) (2016):** Preqin Special Report: Private Equity in Germany. Online verfügbar unter: <http://docs.preqin.com/reports/Preqin-Special-Report-Private-Equity-in-Germany-November-2016.pdf> [13.9.2017].
- PwC PricewaterhouseCoopers (Hg.) (2017):** Private Equity Trend Report 2017 – Rising above uncertainty. Online verfügbar unter: https://www.pwc.de/de/finanzdienstleistungen/assets/41733_Studie_PETR_2017_170224_SCREEN.pdf [26.9.2017].
- Robinson, David T. / Sensoy, Berk A. (2013):** Do Private Equity Fund Managers Earn Their Fees? Compensation, Ownership, and Cash Flow Performance. In: Review of Financial Studies 26(11), S. 2760 – 2797.
- Scheuplein, Christoph (2015):** Private Equity Monitor 2013. Eine aktuelle Bestandsaufnahme zur Übernahmefähigkeit von Private Equity Investoren in Deutschland. Reihe Mitbestimmungsförderung Report, Nr. 7. Hans-Böckler-Stiftung (Hg.). Düsseldorf. Online verfügbar unter: https://www.boeckler.de/pdf/p_mbf_report_2015_7.pdf [28.2.2018].
- Scheuplein, Christoph / Teetz, Florian (2017):** Private Equity Aktivitäten in Deutschland 2014 / 2015. Eine Analyse von Buyouts, Exits und Private Equity-Gesellschaften. Reihe Study Nr. 367 der Hans-Böckler-Stiftung. Düsseldorf.
- Scheuplein, Christoph / Sekanina, Alexander / Teetz, Florian (2017):** Private Equity Monitor 2016. Die aktuelle Tätigkeit von Finanzinvestoren in Deutschland. Reihe Mitbestimmungsförderung Report, Nr. 33. Hans-Böckler-Stiftung (Hg.). Düsseldorf. Online verfügbar unter: https://www.boeckler.de/pdf/p_mbf_report_2017_33.pdf [24.9.2017].
- Talmor, Eli / Vasvari, Florin (2011):** International Private Equity. Chichester.
- Wood, Geoffrey / Wright, Mike (2009):** Private equity: A review and synthesis. In: International Journal of Management Reviews, 11(4), S. 361 – 380.
- Zu Knyphausen-Aufsess, Dodo / Koehneemann, Marc (2012):** The Size and Internal Structure of Private Equity Firms. In: Cumming, Douglas (Hg.) (2012): The Oxford Handbook of Private Equity. Oxford, S. 57 – 86.

AUTOR

Dr. Christoph Scheuplein

Westfälische Hochschule
Institut Arbeit und Technik
Munscheidstraße 14
45886 Gelsenkirchen
christoph.scheuplein@iat.eu



WEITERE MITBESTIMMUNGSREPORTS

www.boeckler.de/51908.htm



MITBESTIMMUNGSPORTAL

Der Böckler-Infoservice bietet Mitbestimmungsakteuren spezifisches Handlungs- und Orientierungswissen, u. a. Branchenmonitore, Themenradar, Wissen kompakt, Szenarien Mitbestimmung 2035. Jetzt kostenlos anmelden auf:

www.mitbestimmung.de



PRAXISWISSEN BETRIEBSVEREINBARUNGEN

Analysen und Gestaltungshilfen, Beispiele aus der Praxis.

www.boeckler.de/betriebsvereinbarungen

IMPRESSUM

Herausgeber

Hans-Böckler-Stiftung

Hans-Böckler-Straße 39, 40476 Düsseldorf
Telefon +49 (211) 7778-0, Telefax +49 (211) 7778-120

www.boeckler.de
www.mitbestimmung.de

Pressekontakt: Rainer Jung, +49 (211) 7778-150
rainer-jung@boeckler.de

Satz: Yuko Stier

Redaktion

Alexander Sekanina, Leiter Referat Wirtschaft,
Abteilung Mitbestimmungsförderung
Hans-Böckler-Stiftung, Telefon: +49 (211) 7778-168
alexander-sekanina@boeckler.de

Ausgabe

Mitbestimmungsreport Nr. 40

ISSN 2364-0413

Nachdruck und sonstige Verbreitung – auch Auszugsweise –
nur mit Quellenangabe zulässig.

WWW.BOECKLER.DE