

## Private Equity Monitor 2018: Die aktuelle Tätigkeit von Finanzinvestoren in Deutschland

Scheuplein, Christoph

Veröffentlichungsversion / Published Version

Arbeitspapier / working paper

### Empfohlene Zitierung / Suggested Citation:

Scheuplein, C. (2019). *Private Equity Monitor 2018: Die aktuelle Tätigkeit von Finanzinvestoren in Deutschland*. (Mitbestimmungsreport / Hans-Böckler-Stiftung, 49). Düsseldorf: Hans-Böckler-Stiftung. <https://nbn-resolving.org/urn:nbn:de:0168-ssoar-61831-8>

### Nutzungsbedingungen:

Dieser Text wird unter einer CC BY-NC-SA Lizenz (Namensnennung-Nicht-kommerziell-Weitergabe unter gleichen Bedingungen) zur Verfügung gestellt. Nähere Auskünfte zu den CC-Lizenzen finden Sie hier: <https://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/deed.de>

### Terms of use:

This document is made available under a CC BY-NC-SA Licence (Attribution-NonCommercial-ShareAlike). For more information see: <https://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0>

# REPORT

Mitbestimmungsreport Nr. 49, 03.2019

Das I.M.U. ist ein Institut  
der Hans-Böckler-Stiftung

## PRIVATE EQUITY MONITOR 2018

### Die aktuelle Tätigkeit von Finanzinvestoren in Deutschland

Christoph Scheuplein

#### AUF EINEN BLICK

- Der „Private Equity Monitor“ berichtet jährlich über die Übernahmen (Buyouts) und Verkäufe (Exits) von Unternehmen durch Private-Equity-Gesellschaften und analysiert diese aus arbeitnehmerorientierter Sicht.
- Die Zahl der Buyouts in Deutschland ist im Jahr 2017 stark angestiegen auf 274 Unternehmen (plus 29%). Gemeinsam mit der um ein Drittel erhöhten Zahl aktiver Investoren und den Höchstständen beim Kaufpreisvolumen war der Markt von einem Boom geprägt.
- Die durchschnittliche Beschäftigungsgröße der übernommenen Unternehmen sank demgegenüber auf nur noch 340 Mitarbeiter, so dass die Zahl der insgesamt von Übernahmen betroffenen Beschäftigten gesunken ist auf 93.200 Arbeitnehmer (minus 13%).
- Sektoral waren die zahlreichen Übernahmen in der Gesundheitsbranche auffällig. Gemeinsam mit der Branche Software/IT wies sie die meisten Buyouts auf (je 15%) und konnte den ersten Platz nach der Zahl der Beschäftigten (35%) mit großem Abstand vor den anderen Branchen einnehmen.
- Bei den Verkäufen zwischen Finanzinvestoren ergab sich eine Trendwende: Sie stellten im Jahr 2017 wieder den zweitwichtigsten Exit-Weg nach der Anzahl der Verkäufe und den wichtigsten Typ nach der Anzahl betroffener Beschäftigter dar.
- Die jährliche Rendite der in Deutschland tätigen Fonds hat sich gegenüber dem Buyout-Jahr 2016 um 4,8 Prozentpunkte auf 18,6% erhöht.
- Der Verkauf von Unternehmen durch einen Finanzinvestor (Exit) stieg um 11% auf 112 Verkäufe an. Auch bei diesen Transaktionen hat die Zahl der Beschäftigten deutlich nachgelassen (minus 36%).

<b>Vorwort</b>	<b>-2</b>	<b>6</b>	<b>Verkäufer bei Übernahmen</b>	<b>-12</b>	
<b>1</b>	<b>Einleitung</b>	<b>-3</b>	<b>7</b>	<b>Private-Equity-Gesellschaften</b>	<b>-14</b>
<b>2</b>	<b>Wie Private Equity funktioniert</b>	<b>-3</b>	<b>8</b>	<b>Fonds</b>	<b>-15</b>
<b>3</b>	<b>Methodik</b>	<b>-4</b>	<b>9</b>	<b>Exits</b>	<b>-18</b>
<b>4</b>	<b>Übernahmen</b>	<b>-6</b>	<b>10</b>	<b>Zusammenfassung und Schlussfolgerungen</b>	<b>-24</b>
<b>5</b>	<b>Mitbestimmungsvermeidung und -ignorierung</b>	<b>-11</b>			

## VORWORT

Die Private Equity-Branche boomt seit Jahren. Befeuert durch niedrige Zinsen und die hohe Verfügbarkeit von Anlagegeldern sind Beteiligungsgesellschaften im deutschen Markt für Unternehmensübernahmen äußerst aktiv. Für die übernommenen Unternehmen und ihre Beschäftigten stellt der Einstieg eines solchen Finanzinvestors immer einen bedeutenden Einschnitt dar. Die Perspektive des Investors fokussiert sich v. a. auch auf den zeitlich absehbaren Weiterverkauf seines Investments. Die Maßnahmen, die er in der Zwischenzeit zur Steigerung seines Weiterverkaufs-Erlöses einleitet, können die Beschäftigten nicht selten vor große Herausforderungen stellen. Man denke an Strategiewechsel, Reorganisationen, Abspaltungen, Kostensenkungsprogramme oder Zukäufe im Rahmen einer „Buy-and-Build“-Strategie.

Mit dem Private Equity Monitor Deutschland bietet das I.M.U. der Hans-Böckler-Stiftung seit Jahren einen systematischen Überblick über die Aktivitäten von Private Equity-Investoren in Deutschland. Im Fokus steht dabei der gesamte Beteiligungszyklus vom Einstieg („Buyout“) des Investors, über die Beteiligungsphase bis zum Ausstieg („Exit“). Der Sozialwissenschaftler Dr. Christoph Scheuplein analysiert, welche Unternehmen und welche Branchen besonders stark von den Aktivitäten der Investoren betroffen sind, welche Akteure an Private Equity verkaufen und welche Akteure die Unternehmen wiederum beim späteren Exit übernehmen. Zudem werden u. a. Haltdauern, Renditen, Beteiligungsformen und Sitzländer der Beteiligungsgesellschaften und ihrer Fonds genauer unter die Lupe genommen.

Darüber hinaus beleuchtet die Publikation einige aktuell besonders auffällige Entwicklungen, die aus Arbeitnehmerperspektive besondere Aufmerksamkeit verdienen. Dazu gehören u. a.:

- Die Rolle von Mitbestimmungsvermeidung und Mitbestimmungsignorierung im Vorgehen der Investoren
- Die Nutzung von Fondskonstruktionen in Offshore-Finanzzentren
- Der Weiterverkauf von Zielunternehmen an chinesische Anteilseigner durch Private Equity-Investoren
- Die stark angestiegene Zahl von Übernahmen durch Finanzinvestoren im Gesundheits- und Pflegebereich

Insgesamt soll die Studie auch einen Hinweis darauf geben, welche Aspekte bei der Gesamtwürdigung des Geschäftsmodells Private Equity möglicherweise stärker berücksichtigt werden müssten. Diese betreffen sowohl die Situation der betroffenen Beschäftigten als auch den Wirtschaftsstandort Deutschland als Ganzes.

Alexander Sekanina  
Referat Wirtschaft

### Infobox 1

#### Weitere Publikationen zum Thema

Der von der Hans-Böckler-Stiftung herausgegebene „Private Equity Monitor“ berichtet jährlich über die Übernahmen und Verkäufe von Unternehmen in Deutschland durch Private-Equity-Gesellschaften und analysiert diese aus arbeitnehmerorientierter Sicht.

[Private Equity Monitor 2017](#)  
[Private Equity Monitor 2016](#)

## 1 EINLEITUNG

„Private Equity – die wiedererstarkten Superhelden der Finanzwelt“ titelte das Finance-Magazin im Mai 2017 und betonte die guten Aussichten für die Investoren dieses Anlagentyps (vgl. Hofman 2017). Während der Buyout-Boom des Jahres 2017 in den Jahresrückblicken der Private-Equity-Branche vor allem im Hinblick auf die guten Renditeaussichten reflektiert wurde (BVK 2018), betrachtet der von der Hans-Böckler-Stiftung geförderte und regelmäßig herausgegebene „Private Equity Monitor“ 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“ 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 vierte Jahresbericht des Projektes „Private Equity Monitor Deutschland“ folgt im Wesentlichen der Struktur der Vorgänger-Berichte (vgl. Scheuplein 2018). Erstmals wird ein Ranking der beschäftigungsstärksten Buyouts in Deutschland eingeführt (vgl. **Abschnitt 4**). Zudem werden die Exit-Unternehmen, die aus dem Eigentum einer Private Equity-Gesellschaft ausscheiden, separat betrachtet, um die langfristigen Perspektiven nach dem Abschied von Private Equity darzustellen. Mit zwei Kästen wird auf aktuelle Markttendenzen eingegangen: zum einen auf den seit vielen Jahren teuersten Unternehmenskauf („Der Bieterwettbewerb um Stada“) und auf die Exits an chinesische Käufer („Von Private Equity zum chinesischen Investor“).

Im Folgenden werden zunächst das Geschäftsmodell (**Abschnitt 2**) und die Methodik (**Abschnitt 3**) erläutert. Danach werden die Übernahmen im Jahr 2017

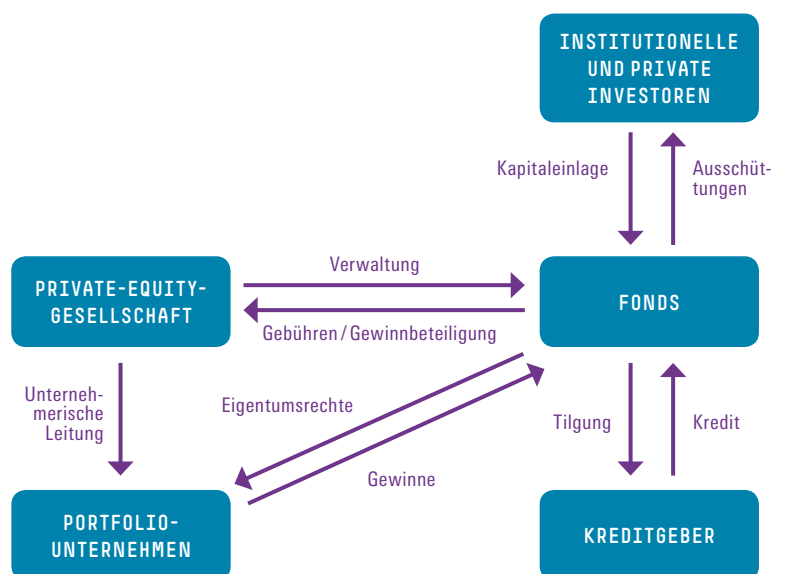
(**Abschnitt 4**) und der Gesamtbestand an Unternehmen mit mehr als 2.000 Beschäftigten im Eigentum von Finanzinvestoren (**Abschnitt 5**) dargestellt. Im Anschluss werden die Verkäufer von Unternehmen (**Abschnitt 6**), die erwerbenden Finanzinvestoren (**Abschnitt 7**) sowie die von diesen kontrollierten Fonds (**Abschnitt 8**) betrachtet. Danach wird untersucht, welche Unternehmen von Private-Equity-Gesellschaften 2017 veräußert wurden und welche neuen Eigentümer diese Unternehmen erhielten (**Abschnitt 9**). Abschließend werden die Ergebnisse zusammengefasst und ein generelles Resümee zum gegenwärtigen Stand des deutschen Buyout-Marktes gezogen (**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 Einnah-

Abbildung 1

### Geschäftsmodell einer fondsbasierten Private-Equity-Gesellschaft



Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Fleming (2010, S. 14), Talmor / Vasvari (2011, S. 21–27), Gilligan / Wright (2014, S. 38) © I.M.U. 2019

men 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. 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 Übernahmevermögen der Fonds erhöht, so dass sie mehr Unternehmen erwerben können. In vielen Fällen wird der Kredit nach der Übernahme auf das übernommene Unternehmen überwältigt.

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 häufig 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 vor Ort 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 wird v.a. der Begriff 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“ 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 geworden (vgl. Kaplan/Strömberg 2009, Wood/Wright 2009, Talmor/Vasvari 2011, S.6–13 und diverse Beiträge in Cumming 2012). Die verschiedenen Merkmale von Private Equity werden dabei in folgender Weise empirisch operationalisiert:

- a 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.
- b Berücksichtigt werden in der Regel nur Beteiligungen ab 25% am Unternehmenseigentum.
- c 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.
- d Berücksichtigt werden nur Übernahme 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.

- e 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 2017 im Fokus, an diversen Stellen werden jedoch auch Daten zu den vorhergehenden Jahren einbezogen. Die räumliche Eingrenzung wird über den Hauptsitz 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 9 % 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 Band-

### 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.

breite 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 274 Transaktionen des Jahres 2017 konnte nur bei einer Transaktion keiner der genannten Wege gegangen werden. Insgesamt wurde das Transaktionsvolumen in 24 Fällen (9 %) durch die Akteure veröffentlicht und es konnte in 87 Fällen (33 %) über das EBIT-Multiplikator-Verfahren bzw. in 162 Fällen (59 %) 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.

Die meisten Auswertungen beziehen sich direkt auf die übernommenen Unternehmen und ihre Merkmale. Da bei einigen Buyouts zwei oder drei Finanzinvestoren miteinander kooperieren, werden bei der Auswertung zu den Private-Equity-Gesellschaften die wirtschaftlichen Größen wie Beschäftigte oder Transaktionsvolumen mit dem Anteil gewichtet, den die Gesellschaften erworben haben. Ein Buyout kann somit aus zwei oder drei „Buyout-Fällen“ bestehen, mit deren Einbeziehung ein korrekteres Bild der Akteure gezeichnet werden kann.

Die Darstellung der Konditionen und der Renditen von Private Equity-Fonds, die in **Abschnitt 8** präsentiert



werden, sollen aufzeigen, welche ökonomischen Belastungen auf den erworbenen Unternehmen lasten (können). Dabei wurde vor allem auf Angebote des Informationsdienstleisters Preqin zurückgegriffen. In einem ersten Schritt wurden die jeweiligen Fonds, die an einem Buyout beteiligt waren, im Fall von internationalen Fonds mit Hilfe der Datenbank „Fund Profile“ (Preqin) und im Fall von deutschen Fonds mit Hilfe des Handelsregisters recherchiert.

In einem zweiten Schritt wurden die rechtlichen Standorte der Fonds identifiziert, wobei neben der Datenbank „Fund Profile“ vor allem die Angebote von OpenCorporates und der Global Legal Entity Identifier Foundation (GLEIF) sowie die Register diverser Offshore-Finanzzentren (OFC) hilfreich waren. Es ist zu beachten, dass Unternehmen für ihren Kapitalfluss nicht nur ein Offshore-Zentrum einschalten, sondern üblicherweise eine Kette aus mehreren OFCs miteinander kombinieren (vgl. Garcia-Bernardo u.a. 2017). Diese Praxis verfolgen auch viele Private-Equity-Gesellschaften. Allerdings kann diese gesamte Komplexität nicht in dieser Studie abgebildet werden; vielmehr wird hier nur ein Fondsstandort pro Fonds aufgelistet. Sofern ein OFC nachgewiesen werden kann, wird diesem der Vorzug in der Darstellung gegeben, da hier die Verbindung von Private Equity zu den OFC im Vordergrund steht. Schließlich muss darauf hingewiesen werden, dass die Transparenz der OFCs unterschiedlich ausgeprägt und sich aktuell unterschiedlich schnell verbessert. So sind in dieser Studie z.B. keine Fonds auf den Britischen Jungfraueninseln, den Bahamas und Mauritius erfasst, obwohl diese wichtige Rollen als OFC spielen. So muss vermutet werden, dass die Fonds, für die Großbritannien als rechtlicher Standort identifiziert wurde, vermutlich auch Standorte in OFCs haben, denn es handelt sich hier weitgehend um (ehemalige) Private-Equity-Tochtergesellschaften von internationalen Großbanken, von denen nachgewiesen ist, dass sie ansonsten zahlreiche Gesellschaften an Offshore-Finanzplätzen betreiben.

In einem dritten Schritt wurden die Fondskonditionen (Mindestverzinsung, Managementgebühr) annäherungsweise dargestellt. Da die Fonds ihre Konditionen in der Regel nur an ausgewählte Kunden gegenüber offenlegen, musste hier auf die Datenbank „Fund Terms“ des Dienstleisters Preqin zurückgegriffen werden, in denen die Konditionen für einzelne Fonds anonymisiert dargestellt sind. Da diese Fonds unter anderem durch den Fondstyp, das Jahr der Markteinführung (Vintage Year), das Kapitalvolumen des Fonds und die Zielländer bei Übernahmen charakterisiert sind, wurden diese Indikatoren für jeden der im Jahr 2017 aktiven Fonds erhoben. Danach wurde aus den anonymen Fonds der Daten ein ausreichend großes Vergleichssample nach den Indikatoren jedes beteiligten Fonds gebildet und das arithmetische Mittel der verschiedenen Fondskonditionen errechnet. Die Werte zu den Fondskonditionen sind entsprechend als Durchschnittswerte zu betrachten.

In einem vierten Schritt wurden die Erträge der beteiligten Fonds ermittelt. Als zentrales Maß für den

Ertrag der Fondsinvestoren hat sich die Net Internal Rate Of Return (Net IRR) eingebürgert (Harris/Jenkinson/Kaplan 2014, S. 1859). 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. Entsprechende Daten standen über die Datenbank „Performance“ (Preqin) zur Verfügung, auf der Marktteilnehmer freiwillig und unentgeltlich berichten<sup>1</sup>. Die Validität dieser Daten wird kritisch diskutiert, die simultanen Berichte von Investoren wie auch von Fondsmanagern sorgen jedoch für einen Kontrollmechanismus. Die Ertragsdaten sind immer im Kontext der jeweiligen Laufzeit der Fonds zu sehen und wurden jeweils bezogen auf den Stichtag 30.9.2018 erhoben (bzw. auf das letzte verfügbare Datum). Für Fonds, die erst seit ein bis zwei Jahren am Markt tätig sind, sind üblicherweise keine Leistungsdaten verfügbar.

Eine vertiefte Darstellung der meisten der methodischen Schritte, die hier angesprochen wurden, erfolgt in dem Methoden-Überblick in Scheuplein/Tetz (2017).

## 4 ÜBERNAHMEN

Im Jahr 2017 wurden 274 Unternehmen in Deutschland durch Private-Equity-Gesellschaften übernommen. Dies stellt einen starken Zuwachs um 62 Unternehmen (+29%) gegenüber dem Vorjahr dar (vgl. **Abbildung 2**). Einen ähnlich starken Anstieg auf dem deutschen Buyout-Markt beobachtete auch der Branchenverband BVK (BVK 2018)<sup>2</sup>. Die bereits lange erwartete Zunahme der Übernahmen von Unternehmen durch Finanzinvestoren ist somit im Jahr 2017 eingetreten.

Ein wesentlicher Grund für diesen Trend liegt in den erheblichen Kapitalsummen, die Private Equity-Fonds in den vergangenen Jahren einsammeln konnten. Im Jahr 2017 wurde mit einem globalen Fundraising-Ergebnis von 453 Mrd. US-\$ ein neuer Rekordstand erzielt (Preqin 2018a, S. 2; Bamberg 2017a). Auch das Klima für das Fundraising auf dem deutschen Beteiligungsmarkt erreichte Ende 2017 ein Allzeithoch (KfW Research 2018, S. 1). Diese dadurch ausgelöste Nachfrage nach Unternehmen trifft jedoch seit Län-

1 Vgl. zur Verwendung von Ertragsdaten in der Forschung Talmor/Vasvari 2011, S. 8–14, Higson/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.

2 Vgl. einen geringeren Anstieg bei EY (2017, S. 2) für den deutschen Buyout-Markt, bei Hedtstück (2018) für den das mittlere Marktsegment und bei PwC (2018, S. 25) für den deutschsprachigen Raum.

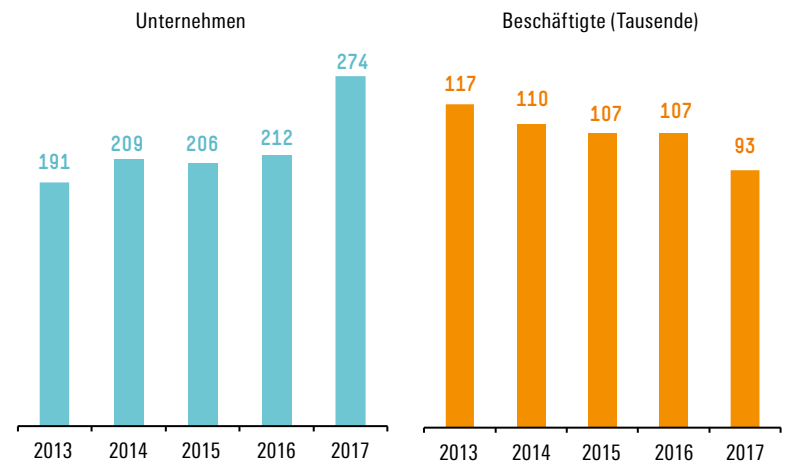
gerem nicht auf eine adäquates Angebot, weshalb die Finanzinvestoren bereits in den vergangenen Jahren dazu übergegangen sind, vermehrt mittlere und kleine Unternehmen zu erwerben. Dieser Trend hat sich im Jahr 2017 noch einmal deutlich verstärkt. Nachdem die durchschnittliche Beschäftigtengröße der erworbenen Unternehmen bereits in den vier vorhergehenden Jahren kontinuierlich gefallen war, kam es im vergangenen Jahr zu einer auffälligen Absenkung um ein Drittel, d.h. von 504 auf 340 Beschäftigte pro Unternehmen. (Dabei werden jeweils nur die in Deutschland beschäftigten Mitarbeiter in die Analyse einbezogen). Im Ergebnis ist auch die Zahl der Beschäftigten in den übernommenen Unternehmen um 13% auf 93.200 Beschäftigte gesunken (Abbildung 2). Damit sank auch der Anteil der Beschäftigten in den übernommenen Unternehmen an den sozialversicherungspflichtig Beschäftigten von 0,34% auf 0,29%.

Ein anderer Aspekt dieses „Verkäufermarkts“ sind die steigenden Preise auf dem Markt für Unternehmenskontrolle (Garbs 2017). Sie lassen sich an den steigenden Multiples für Portfolio-Unternehmen ablesen; so berichtete das Finance-Magazin über Langzeithochs der Multiples in diversen Branchen (vgl. zuletzt für die Branche Transport/Logistik, Finance-Magazin 2017). Auch nach den Einschätzungen von Privat Equity-Managern auf dem deutschen Markt erreichten die Kaufpreise Rekordstände (KfW-Research 2018, S. 2; Köhler 2017; Smolka 2018). Insbesondere die gezahlten Preise bei den großen Buyouts wie z. B. von CeramTec und Stada (vgl. Infobox 3) wurden in der Branche als ein Anzeichen der Überhitzung diskutiert (Maier 2017). Zusätzlich forciert wird die Preisentwicklung durch das weiterhin niedrige Zinsumfeld und neue Finanzierungsangebote (Bamberg 2017b).

Das finanzielle Volumen der Transaktionen lag im Jahr 2017 in einer Spannweite von 21,7 Mrd. Euro (Minimum-Multiplikator) bis 24,5 Mrd. Euro (Maximum-Multiplikator) (vgl. Abbildung 3). Dabei stieg der Minimum-Wert mit 15% stärker an als der Maximum-Wert (7%), so dass sich die Spannweite zwischen den beiden Werten wie im Vorjahr weiter verringerte. Gemessen am Minimum-Wert zeigte das Jahr 2017 einen Rekord, zuvor lag der höchste Wert bei 21 Mrd. € im Jahr 2014. Der Maximum-Wert blieb knapp unter dem bisherigen Höchststand aus dem Jahr 2015 (24,7 Mrd. €). Im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt hat sich das minimale Transaktionsvolumen (TV) im Jahr 2017 auf 0,66% und das maximale Transaktionsvolumen auf 0,75% leicht erhöht. Dabei fiel diese Erhöhung bei dem minimalen Transaktionsvolumen mit 10% wiederum stärker aus als beim maximalen Transaktionsvolumen (3%).

Durch den verschärften Wettbewerb um die Kaufgelegenheiten ist vermutet worden, dass sich Finanzinvestoren zunehmend mit geringeren Anteilswerten an den Unternehmen begnügen. Dies kann für das Jahr 2017 nicht bestätigt werden. Zum einen blieb die Zahl der Syndizierungen, bei denen mehrere Finanzinvestoren sich bei einer Übernahme zusammenschließen, bei rund 7%, d.h. bei dem gleichen Wert wie im

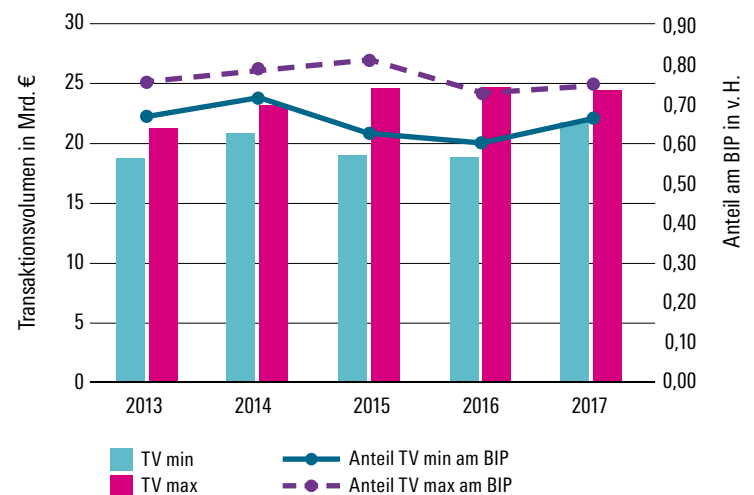
### Buyouts von Unternehmen und deren Beschäftigten in Deutschland in den Jahren 2012 bis 2017



Quelle: eigene Darstellung auf Basis von ZEPHYR und DAFNE / Bureau van Dijk, Deal News / Majunke Consulting, Preqin und eigenen Recherchen (n=1.092 Unternehmen)  
© I.M.U. 2019

I.M.U.

### Transaktionsvolumen und Anteil der Buyouts am BIP in Deutschland in den Jahren 2013 bis 2017



Quelle: eigene Darstellung auf Basis eigener Berechnungen und Daten des Statistischen Bundesamtes (n=1.092 Unternehmen) © I.M.U. 2019

I.M.U.

Vorjahr. Zum anderen hat der Gesamtanteil am Unternehmen, den eine bzw. mehrere Kapitalbeteiligungsgesellschaften am Unternehmen erworben haben, leicht zugenommen: Bei rund 89% aller Firmenübernahmen erlangten die Finanzinvestoren einen Eigentumsanteil von 75% bis 100% am erworbenen Unternehmen. Damit ist der Anteil gegenüber dem Vorjahr um 3% gestiegen. Während der Anteil von Übernah-



### Exkurs: Der Bieterwettbewerb um Stada

Die Übernahme des Pharmakonzerns Stada Arzneimittel AG aus Bad Vilbel, der Generika und rezeptfreie apothekenpflichtige Arzneimitteln herstellt, war die herausragende Übernahme eines börsennotierten Unternehmens durch Finanzinvestoren im Jahr 2017. Nachdem sich im Jahr 2016 aktivistische Investoren in das börsennotierte Unternehmen eingekauft hatten und es zu turbulenten Hauptversammlungen kam, begann der Stada-Vorstand einen strukturierten Bieterwettkampf (Smolka 2017). Aus dem ging zunächst das Konsortium der beiden Private-Equity-Gesellschaften Bain Capital und Cinven im April 2017 als Sieger hervor. Allerdings wurde die von den Käufern geforderte Übernahme von mindestens 75% der Aktienanteile nicht erreicht. Erst in einem zweiten Anlauf konnten die Investoren bis Mitte August 2017 63% der Aktien erwerben (Hogan Lovells 2018).

Stada hatte zu diesem Zeitpunkt etwa 11.100 Mitarbeiter, von denen 1.250 in Deutschland beschäftigt waren. Mit der Offerte des Bieterkonsortium wurde das Unternehmen mit 4,1 Mrd.€ bewertet (von denen dann jedoch nur 2,6 Mrd.€

aufgrund der geringeren Annahmquote gezahlt werden mussten). Damit war dies der teuerste Kauf durch Finanzinvestoren auf dem deutschen Markt seit dem Jahr 2007 (Hugo Boss für 5,3 Mrd.€) und erregte eine entsprechende Aufmerksamkeit in der Fachpresse (Fröndhoff 2017).

Für die Finanzierung des Kaufpreises stand ein Bankkredit bis zu einer maximalen Höhe von 2,6 Mrd.€ bereit (Bamberg 2017c). Dabei war Stada zum Zeitpunkt der Übernahme bereits mit Schulden in Höhe von 1,1 Mrd.€ belastet. Bain Capital und Cinven sind also eine riskante Wette eingegangen, die sich nur rechnet, wenn die Profitabilität von Stada enorm ansteigt oder wenn sie einen späteren Käufer wieder von diesem Preis überzeugen können.

Aufgrund des hohen Kaufpreises für Stada hat der Betriebsrat die Übernahme bereits frühzeitig kritisiert (Koutoumanos 2017). Den Beschäftigten ist im Übernahmeprozess von Seiten der Finanzinvestoren zugesichert worden, die Tarifbindung und die Unternehmensmitbestimmung nicht anzutasten. Es bleibt abzuwarten, ob diese Zusagen erfüllt werden.

men mit einem Eigentumsanteil von 50% bis 74,9% stabil bei 9% blieb, ist der Anteil von Übernahmen mit einer Beteiligung von 25% bis 49,9% leicht gesunken (minus 2%). Berücksichtigt man die Beschäftigten in den übernommenen Unternehmen, dann muss der vermutete Trend noch stärker abgelehnt werden: Nach diesem Kriterium stieg der Anteil von Übernahmen mit einem Eigentumsanteil von 75% und mehr erstmals über die Marke von 90%.

Sektoral wurden die meisten Buyouts im Jahr 2017 in den Branchen Gesundheit sowie Software, IT und Internet (je 15,3%) getätigt, gefolgt von der Branche Maschinen- und Anlagenbau und den Traditionellen Industrien (9,9%)<sup>3</sup> (Tabelle 1). Während die letztgenannten drei Branchen auch im Vorjahr die TOP3 besetzten, stellt die starke Übernahmetätigkeit in der Gesundheitswirtschaft eine neue Entwicklung dar. Die Gesundheitsbranche vereinigte im Jahr 2017 auch die meisten Beschäftigten auf sich (34,7%) mit großem Abstand zu den anderen Branchen. Im Vorjahr hatte sie noch auf Platz vier nach der Zahl der

Beschäftigten eingenommen. Die weiteren Plätze belegten im Jahr 2017 die Branchen Transport/Logistik (13,5%) und Fahrzeugbau (8,3%), die auch im Vorjahr vorne gelegen hatten. Die Traditionellen Industrien (8,2%) kamen auf den vierten Rang. Für das hohe Beschäftigtensvolumen der Branche Transport/Logistik war relevant, dass die Zeitarbeitsbranche hierzu gezählt wird. Mit der Übernahme von fünf Zeitarbeitsunternehmen (die eine Belegschaft von 500 bis zu 2.500 Mitarbeitern aufwiesen) war dieser Einfluss aber nicht mehr so ausschlaggebend wie im Vorjahr.

Der Aufstieg der Gesundheitsbranche zeigt sich auch bei der Betrachtung der zehn beschäftigungsstärksten Unternehmen (gelistet nach der Zahl der Beschäftigten in Deutschland), unter denen fünf Unternehmen dem Gesundheitsbereich zuzurechnen sind, wobei vier Unternehmen zur Pflegebranche zählen (Tabelle 2). Weitere Schwerpunkte bildeten Zeitarbeitsunternehmen und Dienstleister für die Automobilwirtschaft mit je zwei Unternehmen. Von diesen beschäftigungsstarken Unternehmen wurde ein Unternehmen von einer Private-Equity-Gesellschaft aus Deutschland übernommen, ansonsten sind Investoren aus Großbritannien (3), den USA, den Niederlanden und Luxemburg (je 2) vertreten sowie aus Frankreich und Schweden.

3 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.

Tabelle 1

**Übernahmen und Beschäftigte in den übernommenen Unternehmen im Jahr 2017 nach Branchen**

Branche	Buyouts		Beschäftigte	
	Anzahl	in v. H.	Anzahl	in v. H.
Bau/Handwerk	11	4,0	3.188	3,4
Chemie/Kunststoff	13	4,7	5.526	5,9
Dienstleistungen	16	5,8	4.103	4,4
Elektrotechnik/Elektronik	14	5,1	2.103	2,3
Energie/Umwelt	1	0,4	128	0,1
Fahrzeugbau	19	6,9	7.720	8,3
Finanzdienstleistungen	4	1,5	569	0,6
Gesundheit	42	15,3	32.374	34,7
Handel	11	4,0	3.974	4,3
Maschinen-/Anlagenbau	40	14,6	5.513	5,9
Medien	3	1,1	499	0,5
Pharma	11	4,0	1.944	2,1
Software, IT und Internet	42	15,3	5.344	5,7
Telekommunikation	0	0,0	0	0,0
Traditionelle Industrie	27	9,9	7.609	8,2
Transport/Logistik	20	7,3	12.574	13,5
<b>Summe</b>	<b>274</b>	<b>100</b>	<b>93.168</b>	<b>100</b>

Quelle: eigene Darstellung auf Basis von DAFNE / Bureau van Dijk, Deal News / Majunke Consulting, Preqin und eigenen Recherchen © I.M.U. 2019



Tabelle 2

**TOP-10 Buyouts in Deutschland nach der Zahl der Beschäftigten**

Nr.	Unternehmen	Bundesland Headquarter	Beschäftigte Deutschland	Beschäftigte weltweit	Branche	Investor
1	Alloheim	NRW	14.500	14.500	Seniorenheime	Nordic Capital
2	Vitanas	Berlin	6.150	6.150	Pflegeheime	Oaktree
3	EMVIA Living	Schleswig-H.	3.500	3.500	Pflegeheime	Chequers
4	AB Zeitpersonal	NRW	2.400	2.400	Zeitarbeit	Gilde Equity
5	ARWE HOLDING	Bayern	2.360	4.400	Dienstleister für Autovermietung	Luxempart S. A., BIP Investment
6	compassio GmbH	Baden-Würt.	1.900	1.900	Pflegeheime	Waterland
7	CeramTec	Baden-Würt.	1.900	3.230	Keramik	BC Partners
8	Gess & Partner	NRW	1.800	1.800	Zeitarbeit	AUCTUS Capital
9	Formel D	NRW	1.300	4.400	Dienstleister für Automobilbranche	3i group plc
10	Stada AG	Hessen	1.250	10.532	Arzneimittelher- steller	Bain Capital, Cinven

Quelle: eigene Darstellung auf Basis von ZEPHYR und DAFNE / Bureau van Dijk, Deal News / Majunke Consulting, Preqin und eigenen Recherchen  
(n=274 Unternehmen) © I.M.U. 2019



## Anzahl der Buyouts und Beschäftigte der Zielunternehmen in Deutschland nach Branchengruppen in den Jahren 2013 bis 2017



Quelle: eigene Darstellung auf Basis von ZEPHYR und DAFNE / Bureau van Dijk, Deal News / Majunke Consulting, Preqin sowie eigenen Recherchen (n=1.092 Unternehmen) © I.M.U. 2019

**I.M.U.**

Damit längerfristige Trends besser erkennbar werden, wurden die oben untersuchten Branchen 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. In diesem Sektor wurden im Jahr 2017 erneut die meisten Buyouts getätigt (32,4%), allerdings nahm seine Bedeutung um neun Prozentpunkte gegenüber dem Vorjahr ab. Nach der Zahl der Beschäftigten fiel der Industrielle Kernsektor auf den dritten Rang ab (22,4%). Ein zweiter Sektor umfasst die wichtigsten Dienstleistungsbranchen (höherwertige Dienstleistungen, Finanzdienstleistungen, Handel und Transport/Logistik). Dieser Sektor erreichte im Jahr 2017 den dritten Platz nach der Zahl der Buyouts (18,6%) und den zweiten Platz nach dem Beschäftigtensvolumen (22,8%). Der Sektor „Sonstige Branchen“, dem die Gesundheitsbranche (neben Pharma/Medizintechnik, Energie/Umwelt und Bau/Handwerk) zugeordnet ist, schob sich erstmals auf den zweiten Platz nach der Anzahl der Buyouts (23,7%) und den ersten Platz nach der Zahl der Beschäftigten (40,4%).

Die oben dargestellte sinkende durchschnittliche Beschäftigtengröße der Buyouts 2017 ist ein Hinweis darauf, dass vermehrt mittlere und kleinere Unternehmen von den Finanzinvestoren erworben wurden. In

der Tat ist die Zahl der erworbenen Unternehmen in der kleinsten Umsatzklasse (1 Mio. bis 10 Mio. € Umsatz) am stärksten gestiegen (plus 60%, vgl. **Tabelle 3**). Damit befand sich ein Drittel aller Portfolio-Unternehmen in dieser Klasse. Den zweithöchsten Anstieg mit plus 23% erzielte die Umsatzklasse von 10 Mio. € bis 50 Mio. €, die somit ihre führende Position behalten konnte (36%). Insgesamt hat sich der Anteil der drei unteren Umsatzklassen von 66% auf 75% erhöht, während sich der Anteil der drei oberen Umsatzklassen entsprechend reduzierte. In der obersten Umsatzklasse mit mehr als 500 Mio. Umsatz gab es nur noch sieben Übernahmen, so dass sich ihr Anteil auf 2,6% fast halbierte. Aufgrund ihrer Größe bleibt die wirtschaftliche Bedeutung dieser Unternehmen hoch, wobei der Anteil der höchsten Umsatzklasse am gesamten Umsatzvolumen von 55% auf 29% sank. Dagegen dehnte sich der Anteil der Umsatzklasse von 100 bis 500 Mio. € Umsatz am Umsatzvolumen auf 41% aus.

In eine ähnliche Richtung weist die Entwicklung der Beschäftigtengrößenklassen (**Tabelle 3**). Der Anteil der kleinsten Beschäftigtengrößenklasse (1 bis 99 Beschäftigte) erhöhte sich um mehr als zwei Fünftel auf 45%, während der Anteil der zweiten Beschäftigtenklasse (100 bis 249 Beschäftigte) um die Hälfte auf 30% stieg. Damit betrug der Anteil dieser beiden Beschäftigtenklassen ebenfalls 75%. Reduziert wurde vor allem der Anteil der beiden mittleren Be-

## Zielunternehmen 2017 nach Umsatz- und Beschäftigtengrößenklassen

Umsatzklassen			Beschäftigtenklassen			Beschäftigte*	
Klasse	Anzahl	Anteil in v. H.	Klasse	Anzahl	Anteil in v. H.	absolut (in Tsd.)	Anteil in v. H.
0 bis < 1 Mio. €	16	5,8	1 bis 99	124	45,3	6,4	6,8
1 bis < 10 Mio. €	91	33,2	100 bis 249	82	29,9	12,6	13,5
10 bis < 50 Mio. €	101	36,9	250 bis 499	29	10,6	10,8	11,6
50 bis < 100 Mio. €	28	10,2	500 bis 999	17	6,2	11,7	12,5
100 bis < 500 Mio. €	31	11,3	1000 bis 4.999	20	7,3	31,0	33,3
> 500 Mio. €	7	2,5	> 5.000	2	0,7	20,6	22,2
<b>Summe</b>	<b>274</b>	<b>100</b>	<b>Summe</b>	<b>274</b>	<b>100</b>	<b>93,1</b>	<b>100,0</b>

\*Beschäftigte in der jeweiligen Beschäftigtengrößenklasse

Quelle: eigene Darstellung auf Basis von DAFNE/Bureau van Dijk, Deal News/Majunke Consulting, Preqin und eigenen Recherchen © I.M.U. 2019

**I.M.U.**

schäftigungsklassen zwischen 250 und 999 Beschäftigten, der von 26% auf 16 gesunken ist. Der Anteil der beiden oberen Beschäftigungsklassen (mehr als 1.000 Beschäftigte) verringerte sich leicht von 10 auf 8%. Auch hier gilt wiederum, dass die größten Unternehmen für das Beschäftigungsvolumen bedeutend bleiben. 22% der Beschäftigten befanden sich in der obersten Klasse mit mehr als 5.000 Beschäftigten und weitere 33% in der Klasse mit 1.000 bis 4.999 Beschäftigten.

## 5 MITBESTIMMUNGSVERMEIDUNG UND -IGNORIERUNG

Die Zahl der Unternehmen, die in Deutschland der paritätischen Mitbestimmung unterliegen, ist seit dem Jahr 2002 kontinuierlich zurückgegangen; erst für das Jahr 2016 konnte jedoch eine gegenläufige Entwicklung festgestellt werden (Ehrenstein 2017). Dies ist weniger auf ein tatsächliches Absinken der inländischen Beschäftigung unter die gesetzlich vorgegebene Grenze von 2.000 Beschäftigten zurückzuführen als auf Strategien der Unternehmensleitung zur Umgehung der mitbestimmungsrechtlichen Vorgaben (Sick 2015, Bayer 2015, Bayer/Hoffmann 2015). Es steht jedoch in Frage, ob Beteiligungsgesellschaften

diesen Trend verstärken. So lassen bereits typische Unternehmensstrategien von Private Equity-Gesellschaften wie etwa das Abspalten und Veräußern von Geschäftsaktivitäten oder ihre Verlagerung ins Ausland erwarten, dass das inländische Beschäftigungsvolumen gesenkt und die relevante Mindestschwelle an Beschäftigten unterschritten wird.

Aus diesem Grund wird hier der Bestand an Unternehmen im Eigentum von Private Equity mit mehr als 2.000 Beschäftigten dokumentiert. Hierzu wurden alle Unternehmen, die im Zeitraum der Jahre 2006 bis 2017 von einer Beteiligungsgesellschaft übernommen worden sind, daraufhin überprüft, ob sie sich im ersten Quartal 2018 noch in signifikantem Maß in der Eigentümerschaft einer Private-Equity-Gesellschaft befanden. Es wurden nur die in Deutschland beschäftigten Arbeitnehmer einbezogen, da nur deren Zahl für die Anwendung des Mitbestimmungsgesetzes entscheidend ist. Zusätzlich wurde aufgrund der Expertise des Instituts für Rechtstatsachenforschung der Friedrich-Schiller-Universität Jena der Status der Mitbestimmung der Unternehmen bestimmt. Dabei wurde zwischen vier Kategorien unterschieden (vgl. Hoffmann 2016):

- 1 Das Unternehmen ist paritätisch mitbestimmt im Sinne des Mitbestimmungsgesetzes 1976.
- 2 Das Unternehmen ist von den Regelungen des Mitbestimmungsgesetzes 1976 ausgenommen,

- z. B. weil es sich um einen Tendenzbetrieb handelt.
- 3 Die Mitbestimmung wird vermieden oder (z. B. durch Nutzung einer KGaA) nur in abgeschwächter Form angewandt (Mitbestimmungsvermeidung bzw. Mitbestimmungsreduzierung).
  - 4 Die gesetzlichen Bestimmungen der Mitbestimmung werden durch die Unternehmensleitung trotz abstrakter Mitbestimmungspflicht (Soll-Mitbestimmung) nicht angewandt (Mitbestimmungsignorierung).

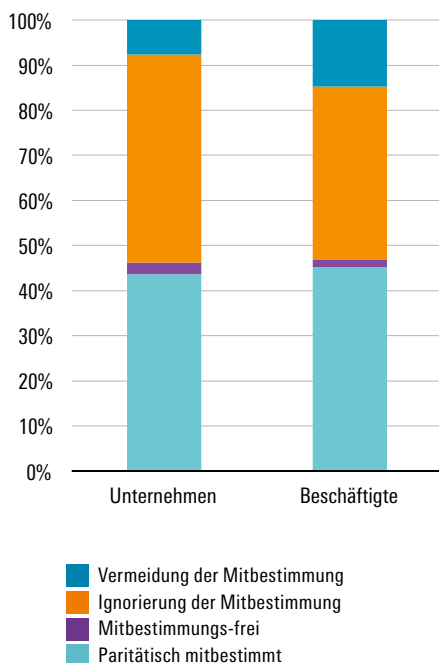
Es konnten 39 Unternehmen im Eigentum von Private Equity identifiziert werden, die eine inländische Beschäftigtenzahl von mehr als 2.000 Mitarbeiter überschritten (**Abbildung 5**). Davon war ein Unternehmen als Tendenzbetrieb zunächst mitbestimmungsfrei. In 17 Unternehmen wurde die paritätische Mitbestimmung praktiziert. Dagegen wurde in 18 Unternehmen die gesetzliche Vorgabe offenbar ignoriert und in 3 Unternehmen wurde die Mitbestimmung in Folge der rechtlichen Ausgestaltung vermieden, z.B. durch die Einschaltung einer Holding in der Form einer Societas Europaea. Damit waren mehr als die Hälfte aller Unternehmen der paritätischen Mitbestimmung entzo-

gen, dies betraf knapp 92.000 inländisch beschäftigte Personen in den Unternehmen (53% der Beschäftigten in den erfassten 39 Unternehmen). Zwar strebt die Studie von Bayer (2015) keine deutschlandweite Gesamterfassung aller Mitbestimmungsignorierungen an und aufgrund fehlender Transparenz zum Zusammenhang von Unternehmen und ihren inländischen Beschäftigten bleiben auch alle Darstellungen der Mitbestimmungsvermeidung unabgeschlossen, allerdings kann gesagt werden, dass die genannte Quote der Mitbestimmungsvermeidung und -ignorierung der Private Equity-geführten Unternehmen vermutlich mit dem Durchschnitt der Unternehmen aller Eigentümer in Deutschland korrespondiert. Wenn die Zahl von 139 Unternehmen, in denen nach der Studie von Bayer (2015, S.115), die Mitbestimmung vermieden bzw. ignoriert wird, die – unbekannte – Gesamtzahl alle Fälle von Mitbestimmungsvermeidung und -ignorierung träge, dann läge die Verantwortung von Beteiligungsgesellschaften als Eigentümer bei knapp einem Sechstel aller Fälle in Deutschland.

Eine Aussage über den Stand der drittelparitätischen Mitbestimmung kann hier nur in Bezug auf die Übernahmen des Jahres 2017 getroffen werden. Auch in diesem Fall wurde der Status der Mitbestimmung wiederum vom Institut für Rechtsstatsachenforschung eingeschätzt. Von den 28 Unternehmen, die in die Spanne von 500 bis zu 1.999 inländischen Beschäftigten fallen, waren nur drei drittelparitätisch mitbestimmt. Dagegen lag bei 11 Unternehmen eine Ignorierung und bei 14 Unternehmen eine Vermeidung der Mitbestimmung vor. Zusammengenommen wurde damit 89% aller Unternehmen die arbeitnehmerseitige Mitbestimmung vorenthalten. Dies betraf rund 25.000 Beschäftigte in Unternehmen mit einer Private Equity-Übernahme allein in diesem Jahr. Eine vergleichende Einordnung bietet in diesem Fall nur die Studie von Bayer/Hoffmann (2015), die sich jedoch nur auf Unternehmen der Rechtsform GmbH bezieht. Gemessen an dem Anteil von etwas mehr als der Hälfte aller Unternehmen, die bei dieser Rechtsform von der drittelparitätischen Mitbestimmung ausgeschlossen sind, liegt die Ausschlussquote der PE-geführten Unternehmen deutlich höher.

Abbildung 5

Unternehmen mit mehr als 2.000 Beschäftigte im Eigentum von Private Equity und ihr Beschäftigtensvolumen nach dem Status der Mitbestimmung (in v. H.)



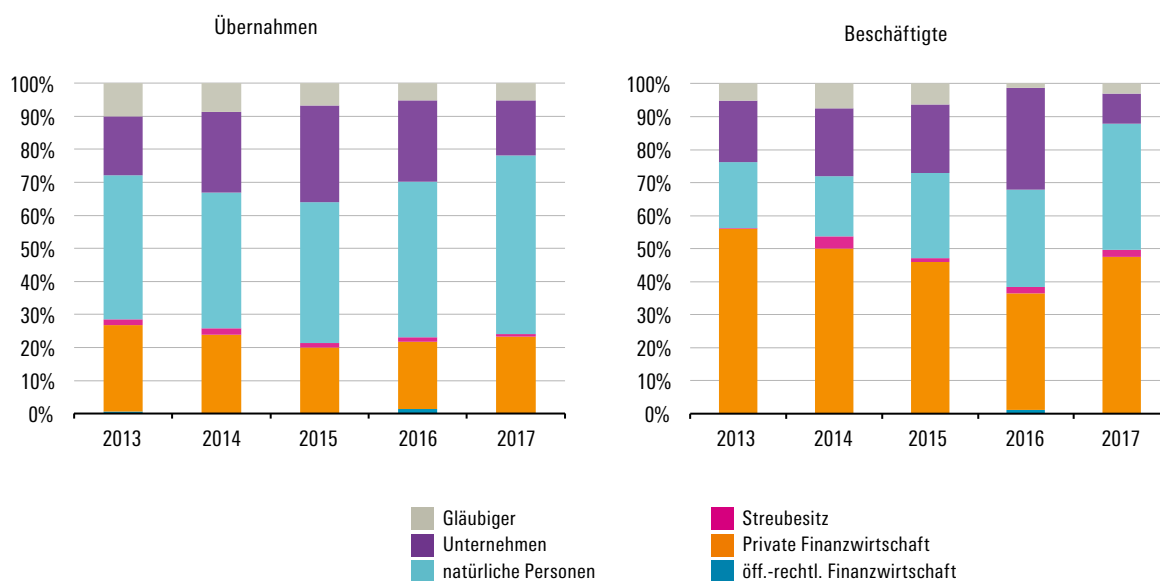
Quelle: eigene Darstellung auf Basis von DAFNE / Bureau van Dijk, Deal News / Majunke Consulting, Preqin, eigenen Recherchen und Angaben von Walter Bayer / Thomas Hoffmann © I.M.U. 2019



## 6 VERKÄUFER BEI ÜBERNAHMEN

Der Markt für Unternehmenskontrolle hat sich in den vergangenen Jahren zu einem Verkäufermarkt entwickelt. Private-Equity-Gesellschaften müssen sich daher den Zuschlag der Verkäufer in einem immer stärkeren Wettbewerb mit anderen Käufern sichern. Die Verkäufe durch natürliche Personen, z. B. Gründer, Familien und Erbgemeinschaften, haben sich im Jahr 2017 um fast die Hälfte erhöht (**Abbildung 6**). Damit konnte dieser Eigentübertyp seine Position als wichtigster Verkaufskanal mit einem Anteil von 54% noch ausbauen. Einen ähnlich hohen Anstieg erleb-

### Übernommene Unternehmen und deren Beschäftigte in Deutschland 2013 bis 2017 nach dem Eigentübertyp des Verkäufers



Quelle: eigene Darstellung auf Basis von DAFNE / Bureau van Dijk, Deal News / Majunke Consulting, Preqin und eigenen Recherchen (n=1.092 Unternehmen) © I.M.U. 2019

I.M.U.

ten die Verkäufe von Finanzinvestoren, die sich mit einem Anteil von 23% erstmals seit dem Jahr 2013 wieder auf dem zweiten Platz etablieren konnten. Damit ist der Rückgang an Secondary Buyouts (siehe Kasten) vor allem im Jahr 2015 wieder wettgemacht. Den dritten Platz nahmen die strategischen Verkäufer ein, d.h. in der Regel Konzerne, die sich von einem Unternehmensteil trennten. Sie waren wie im Vorjahr an einer sinkenden Zahl an Verkäufern (-11%) beteiligt und kamen so im Jahr 2017 noch auf einen Anteil von 17%. Aus der Insolvenzmasse wurden wie im Vorjahr rund 5% aller Unternehmen erworben.

Bezieht man die Anzahl der betroffenen Beschäftigten in den verkauften Unternehmen ein, dann konnten die Finanzinvestoren ihre führende Position als Verkäufer mit einem Anteil von 47% noch ausdehnen (Abbildung 6). Sie knüpfen damit wieder an die Jahre bis 2015 an, in denen sie immer mehr als die Hälfte der Beschäftigten auf sich vereinigen konnten. Daneben haben sich die natürlichen Personen mit einem Anteil von 38% wieder auf den zweiten Platz geschoben. Der Abstieg der strategischen Investoren, deren Anteil an Beschäftigten von 31% auf 9% gesunken ist, ist dagegen auffällig. Der Anteil der Verkäufe aus einem Insolvenzverfahren blieb bezogen auf die Beschäftigten mit 2% wie in den Vorjahren deutlich

geringer als bezogen auf die Verkäufe selbst. Hierbei spielt die Entlassung von Beschäftigten, die während der Insolvenz vorgenommen werden, eine Rolle.

Die Verkäufer von Zielunternehmen hatten in den vergangenen Jahren stets zu etwa drei Vierteln ihren rechtlichen Unternehmenssitz in Deutschland, wobei der Anteil in den letzten beiden Jahren leicht angestiegen ist. Verantwortlich für diesen hohen Wert war unter anderem die große Menge an natürlichen Personen als Verkäufer. Zudem ist die Zahl der Finanzin-

Infobox 4

#### 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.



## 7 PRIVATE-EQUITY-GESELLSCHAFTEN

vestoren aus Deutschland angestiegen. Im Jahr 2017 hat sich die Zahl der Verkäufer mit einem deutschen Unternehmenssitz noch einmal kräftig um 40% erhöht. Dagegen hat sich die Zahl der Verkäufer aus den anderen Ländern (bis auf die Vereinigten Staaten) sogar in absoluten Zahlen vermindert. Im Ergebnis stieg der Anteil der Verkäufer aus Deutschland auf 86%, während ansonsten nur die Vereinigte Staaten sowie die sonstigen europäischen Ländern mit jeweils knapp 5% als Herkunftsländer relevant waren. Diese erneute Veränderung wurde dadurch ausgelöst, dass die Gruppe der natürlichen Personen gewachsen ist, während die Unternehmen, die traditionell einen stärker internationalen Hintergrund haben, weniger oft als Verkäufer aufgetreten sind.

Schließt man bei den Verkäufern die Finanzinvestoren aus und betrachtet nur die jeweils erstmaligen Buyouts, dann wird der Ursprung der Verkäufe aus dem Heimatmarkt noch gravierender. Im Jahr 2017 hatten 94% aller Verkäufer ihren rechtlichen Unternehmenssitz in Deutschland. Dies war ein klarer Anstieg gegenüber dem Vorjahr (84%). Gemessen an der Zahl der Beschäftigten in den veräußerten Portfolio-Unternehmen war der Anstieg von 68% auf 92% auffällig. Dies lag nicht an einer absoluten Steigerung der Beschäftigtenzahl aus den Veräußerungen deutscher Verkäufer, sondern an der geringeren Zahl von Verkäufen durch europäische bzw. US-amerikanische Eigentümer.

Wie in den vergangenen Jahren war eine Vielzahl von Private-Equity-Gesellschaften auf dem deutschen Markt aktiv. Die größere Zahl an Buyouts war dabei kaum auf die erhöhte Aktivität von einigen bestimmten Investoren zurückzuführen. Vielmehr sank der Anteil der zehn aktivsten Gesellschaften an den Buyout-Fällen von 22% auf 17%. Stattdessen war mit 183 Finanzinvestoren, die in Deutschland im Jahr 2017 ein Unternehmen übernommen haben, ein Anstieg um fast ein Drittel gegenüber dem Jahr 2016 und damit eine Rekordzahl zu registrieren. Während die Zahl deutscher Finanzinvestoren nur leicht gegenüber dem Vorjahr anstieg, erhöhte sich die Zahl ausländischer Private Equity-Gesellschaften deutlich. Insbesondere waren vermehrt US-amerikanische Investoren (wieder) in Deutschland tätig. Dabei agierten die Finanzinvestoren wieder ganz überwiegend separat: Nur bei 8% der Buyouts kooperierten zwei oder mehr Gesellschaften bei einer Transaktion.

Das Ranking der Aktivitäten von Private-Equity-Gesellschaften basiert wie bei der vorigen Ausgabe des Monitors auf der Zahl der Übernahmen und der Zahl der Beschäftigten in den übernommenen Unternehmen ein. Beide Kriterien werden gleichwertig gewichtet. **Tabelle 4** stellt die 18 Kapitalbeteiligungsgesellschaften vor, die die Plätze 1 bis 6 belegt haben.

Tabella 4

### Die TOP-18-Private-Equity-Gesellschaften des Jahre 2017

Platz	Private-Equity-Gesellschaft	Unternehmenssitz	Transaktionen	Beschäftigte	PEMD*-Punkte
1	Waterland Private Equity	Niederlande	8	2.701	13
2	Quadrige Capital	Deutschland	8	1.333	12
3	EQT	Schweden	6	1.697	11
	AUCTUS Capital Partners AG	Deutschland	6	1.481	11
	Bain Capital Private Equity	USA	6	1.369	11
4	Triton Partners	Großbritannien	5	2.435	10
	Equistone Partners Europe	Großbritannien	5	1.640	10
5	Nordic Capital	Schweden	1	14.500	9
	Gilde Equity Management	Niederlande	3	3.192	9
	Carlyle	USA	4	1.754	9
	3i Group plc	Großbritannien	4	1.640	9
	Luxempart S.A.	Luxemburg	4	1.614	9
	IK Investment Partners	Schweden	4	1.488	9
	Capvis Equity Partners AG	Schweiz	4	1.084	9
6	Oaktree Capital Management	USA	1	5.837	8
	BC Partners	Großbritannien	3	2.333	8
	Deutsche Beteiligungs AG	Deutschland	4	795	8
	Blackstone	USA	4	670	8

\*PEMD=Private Equity-Monitor Deutschland

Die niederländische Gesellschaft Waterland führt das Ranking für das Jahr 2017 an. Wie im Jahr zuvor sind Private Equity-Gesellschaften aus einer ganzen Reihe von Ländern vertreten. Investoren aus den USA und Großbritannien können unter diesen vorderen Platzierungen im Ranking die meisten Punkte auf sich vereinigen, sind aber dicht gefolgt von Akteuren aus Deutschland und Schweden.

Bezieht man alle Private-Equity-Gesellschaften mit ein, dann wird diese Tendenz zur Internationalisierung der Akteure noch deutlicher. Während die in Deutschland ansässigen Private-Equity-Gesellschaften in den Jahren 2014 und 2015 die meisten Buyouts und eine relative Mehrheit bei den Beschäftigten in den übernommenen Unternehmen aufweisen konnten, ist ihr Anteil bei den Transaktionen auf 38% und ihr Anteil an den Beschäftigten in den übernommenen Unternehmen auf 20% gefallen. Die Private-Equity-Gesellschaften aus Großbritannien und den USA erhöhten sich weiter auf rund 31% der Buyout-Fälle und auf 34% der Beschäftigten. Die Finanzinvestoren mit einem Sitz in Frankreich/Benelux, die in 2016 einen starken Anstieg erlebten, konnten ihre Position halten mit einem Anteil von 16% an den Transaktionen und 21% an den Beschäftigten. Bemerkenswert waren schließlich noch einige große Transaktionen schwedischer Investoren. Sie hatten zwar nur einen Anteil von 5% an allen Buyout-Fällen, der Anteil an den Beschäftigten erhöhte sich aber auf 20%. Der Trend zu einer Europäisierung der Private-Equity-Akteure auf dem deutschen Buyout-Markt verstärkte sich somit. Auch wenn man Großbritannien, dessen Finanzmarktakteure in einer engen Verknüpfung zu den US-amerikanischen Gesellschaften stehen, außen vor lässt, dann stiegen die Anteile der europäischen Investoren auf 26% der Buyout-Fälle und auf 44% an den Beschäftigten.

Der Zugang zu Kapital ist einer der wesentlichen Stellschrauben, die das Geschäftsmodell eines Finanzinvestors prägen. So ergeben sich aus der Fristigkeit des verfügbaren Kapitals bestimmte zeitliche Horizonte für die Investitionen bzw. unterschiedliche Gewinnansprüche der Kapitaleigentümer (siehe Kasten „Finanzinvestoren nach dem Typ der Kapitalbeschaffung“). In den vergangenen Jahren stieg der Anteil der fondsbasierten Gesellschaften an allen Buyouts auf rund 70%. Im Jahr 2017 hat sich dieser Trend fortgesetzt und erreichte einen Anteil von 74% an allen Übernahmen. Üblicherweise beträgt die Laufzeit der Fonds in diesem Geschäftsmodell zehn Jahre, wobei die Investitionsdauer sich durch den Kaufs- und Verkaufsprozess der einzelnen Unternehmen weiter verkürzt. Der Anteil von zeitlich weniger strikt festgelegten Geschäftsmodellen, wie sie von Industrieholdings, den Direktinvestments privater Akteure oder von öffentlich-rechtlichen Kapitalbeteiligungsgesellschaften vertreten wird, sank demgegenüber im vergangenen Jahr auf rund 22%. Obwohl diese Beteiligungsgesellschaften individuelle Investmentstrategien verfolgen, die näher zu analysieren wären, dürfte aufgrund ihres Kapitalzugangs der externe Druck bei ihnen etwas geringer ausfallen.

## 8 FONDS

Die fondsbasierten Geschäftsmodelle sind nicht nur bedeutsam, weil sie die meisten Übernahmen in Deutschland tätigen, wie in Abschnitt 7 gezeigt wurde. Sie sind auch aus der Sicht der Beschäftigten von besonderem Interesse, da durch ihren befristeten Kapitaleinsatz und durch ihre Anreize für die Private

### Infobox 5

#### 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. Der Fonds wird zum eigentlichen Eigentümer der zu erwerbenden Unternehmen. Die Rendite wird bis zum Ende der Laufzeit an die Kapitalanleger ausgeschüttet. Die Private Equity-Gesellschaft tritt nur als Verwalter des Fonds auf und bezieht für diese Dienstleistung eine Gebühr (Management Fee). Zusätzlich werden die Private Equity-Manager ab dem Erreichen einer Mindestschwelle des Gewinns für die Investoren (Hurdle Rate) an den Gewinnen beteiligt (Carried Interest).
- 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.

Tabelle 5

## Fonds nach der Spannweite der Mindestrendite (hurdle rate)

Spannweite der Mindestrendite	Fonds	
	absolut	in v. H.
7,0–7,4%	20	17,2
7,5–7,9%	28	24,1
8,0%	62	53,5
8,1–11,5%	6	5,2
<b>Summe</b>	<b>116</b>	<b>100</b>

Quelle: eigene Berechnungen auf Basis von Preqin © I.M.U. 2019



Equity-Manager ein hoher zeitlicher und ökonomischer Druck auf die übernommenen Unternehmen entstehen kann.

Für 207 aller Buyouts von Unternehmen im Jahr 2017 konnten die beteiligten Fonds identifiziert werden (75% der Buyouts). Dabei handelte es sich um 142 unterschiedliche Fonds. Diese Fonds sollen hier näher beschrieben werden, wobei zunächst auf die Fondsgesellschaften und ihre Standorte eingegangen wird. Weiter unten werden dann auch die rechtlichen Standorte der Fonds einbezogen, die aus steuerlichen Gründen zumeist anderswo angesiedelt sind.

Es lassen sich drei Akteursgruppen unterscheiden. Dominant waren die Fonds, die von einer Private Equity-Gesellschaft mit Sitz in den USA oder in Großbritannien geleitet wurden. Die Fonds dieser Gruppe verfügte zur Hälfte über ein Fondsvolumen von 1 Mrd. Euro oder mehr und operierten multi-kontinental bzw. in einer größeren Anzahl von Ländern. Dieser Typ machte rund zwei Fünftel aller Fonds aus. Demgegenüber hatte bei mehr als einem Viertel aller Fonds die Private Equity-Gesellschaft ihren rechtlichen Sitz in Deutschland, war fast ausschließlich in den deutschsprachigen Ländern tätig und die Fonds wiesen zu mehr als der Hälfte ein Kapitalvolumen von weniger als 300 Mio. Euro auf. Nur einer der in Deutschland beheimateten Fonds (Deutsche Beteiligungs AG VII) verfügte über mehr als eine Milliarde Euro an Kapital. Schließlich war bei einem weiteren Viertel aller Fonds die leitende Gesellschaft in anderen europäischen Ländern beheimatet, insbesondere in den Niederlanden, Frankreich und Schweden. Die Fonds dieser Gesellschaften waren nach dem Kapitalvolumen und nach der Reichweite der Buyouts zwischen den anderen beiden Akteursgruppen angesiedelt. So hat-

ten diese Fonds zu rund einem Drittel ein Kapital von mehr als einer Milliarde € zur Verfügung. Ihre Käufe nahmen diese Beteiligungsgesellschaften häufig in einer kleineren Gruppe von Ländern vor, z. B. in Skandinavien mit einzelnen Investitionen in Deutschland.

Um den ökonomischen Druck auf die erworbenen Unternehmen darzustellen, werden hier die Bedingungen dargestellt, die den Private Equity-Managern eine Beteiligung an den Gewinnen ermöglicht. Denn wenn ein Private Equity-Fonds eine bestimmte Mindestverzinsung erreicht, die sogenannte Hurdle Rate, dann werden die Manager zu einem vereinbarten Anteil – meist 20% – am Gewinn beteiligt (Carried Interest). Es ist klar, dass diese Regelung einen starken Anreiz für das Fonds-Management bildet und von den Fondsinvestoren faktisch als Garantie einer Mindestverzinsung aufgefasst wird.

Für 116 Fonds, d. h. 82% aller identifizierten Fonds, die im Jahr 2017 in Deutschland eine Übernahme getätigt haben, konnte die Mindestverzinsung bestimmt werden (vgl. zur Methodik **Abschnitt 3**). Dabei lag die Mindestverzinsung in einer Spannweite von 7% bis zu 11,5% Rendite auf das eingezahlte Kapital. Das arithmetische Mittel der Mindestverzinsung betrug 7,8% und der Median 8%. Damit hat sich die Mindestrendite gegenüber dem Vorjahr nicht verändert. **Tabelle 5** zeigt darüber hinaus, dass fast die Hälfte der Fonds von dem gängigen Richtwert von 8% Mindestrendite abweicht, wobei es sich vor allem um Abweichungen nach unten handelt. Eine Höhe der Mindestrendite von 7% scheint als eine absolute Untergrenze der in Aussicht gestellten Gewinne zu funktionieren.

Diese Stabilität kann zunächst nicht verwundern, da jeweils Fonds aktiv sind, die ihr Kapital in verschiedenen Jahrgängen eingesammelt haben anschließend über mehrere Jahre Unternehmenskäufe tätigen. Aber sind die Erwartungen an die Rendite seit der Weltfinanzkrise reduziert worden? Schließlich sind die Leitzinsen der Zentralbanken als untere Haltelinie der Renditen seit dem Jahr 2009 drastisch gesunken. Um dies zu untersuchen, wurde von allen Fonds, die in den Jahren 2013 bis 2017 in Deutschland investiert haben, die Fonds herausgegriffen, die in den Jahren 2007 und 2008 aufgelegt worden sind. Hierbei handelt es sich um 40 Fonds, die eine durchschnittliche Mindestverzinsung von etwas über 8 Prozent veranschlagt hatten. Dagegen hatte sich bei 41 Fonds der Anlagejahre 2016 und 2017 die Hurdle Rate nur geringfügig auf 7,7% des angelegten Kapitals reduziert. Insgesamt weisen die Renditeerwartungen der Private Equity-Gesellschaften somit eine hohe Konstanz auf.

Ob diese Erwartungen sich auch realisieren, kann anhand von Ertragsdaten der Fonds nachvollzogen werden (vgl. zur Methodik **Abschnitt 3**). Hierzu dient die Net Internal Rate Of Return (Net IRR), bei der die bereits erfolgten Ausschüttungen an die Fondsinvestoren und die von den Fonds erworbenen Vermögensgegenstände addiert werden. Diese Summe wird dann auf das eingezahlte Kapital der Fondsinvestoren bezogen und als jährliche Rate ausgedrückt.

## Net IRR der im Jahr 2017 in Deutschland aktiven Fonds nach dem Jahr der Markteinführung (2005 bis 2015)

Vintage	Anzahl	Mittelwert	Minimum	Maximum
2005 bis 2010	14	16,3	8,8	26,9
2011	6	25,8	7,7	44,7
2012	5	19,1	11,7	32,1
2013	7	14,5	7,0	21,9
2014	8	20,4	-8,6	56,6
2015	9	18,5	10,3	33,0
<b>alle Jahre</b>	<b>49</b>	<b>18,6</b>	<b>-8,6</b>	<b>56,6</b>

Quelle: eigene Darstellung auf Basis von Preqin © I.M.U. 2019

**I.M.U.**

Es konnte das Net IRR für 49 an den Buyouts im Jahr 2017 beteiligten Fonds identifiziert werden, wobei jeder Fonds nur einmal in das Sample einbezogen wird. Die Leistungsdaten beziehen sich auf das dritte Quartal 2018 und weisen eine deutliche Streuung auf (Tabelle 6). Ein Fonds bilanzierte eine negative Performance, die drei nächst-schlechteren Fonds konnten bereits Renditen ab 7% präsentieren. Im Durchschnitt erzielten die Fonds eine jährliche Verzinsung des Kapitals von 18,6%. Dies ist eine Steigerung gegenüber den Daten für das Buyout-Jahr 2016 um 4,8 Prozentpunkte. Bei der Deutung ist zum einen zu berücksichtigen, dass in der vorliegenden Studie eine höhere Anzahl an Fonds einbezogen werden konnte. Zum anderen liegen die Erhebungszeitpunkte zwischen beiden Untersuchungen sieben Quartale auseinander, wodurch die Steigerung zeitlich etwas relativiert wird. Werden diese Daten in die Renditen der globalen Private Equity-Branche eingeordnet, so bestätigt sich jedoch der beobachtete Trend. Die Renditen der Buyout-Fonds, die auch in der vorliegenden Studie den vorherrschenden Typ darstellen, werden für den Zeitraum von Mai 2017 bis Mai 2018 mit 18,8% angegeben (Preqin 2018b). Die Dynamik der Renditesteigerung zeigt sich ebenso bei einer Betrachtung unterschiedlicher Zeiträume, in denen die Rendite erzielt wurde. Während die Performance der Private Equity-Fonds über einen Zeitraum von drei Jahren mit Leistungsdaten, die sich auf Dezember 2017 beziehen, bei etwa 15% liegt, hat sich die Performance bei einer einjährigen Betrachtung, auf rund 20% erhöht (Preqin 2018c, S. 11). In der jüngsten Vergangenheit haben die Private Equity-Fonds somit einen starken Gewinnsprung gemacht.

Bei den Fonds-basierten Private Equity-Modellen werden die Fonds-Gesellschaften zu den tatsächlichen

Eigentümern der übernommenen Unternehmen. An sie werden auch die jeweiligen Gewinne unmittelbar abgeführt. Daher wird für viele Private-Equity-Fonds aus steuerlichen Gründen ein Offshore-Finanzplatz (OFC) als rechtlicher Sitz gewählt (siehe Kasten „Offshore-Finanzplatz“). Häufig wird die angelsächsische Rechtsform der Limited Partnership genutzt, 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 auf<sup>4</sup>.

Für die 274 Buyouts des Jahres 2017 konnte in 204 Fällen ein Fondsstandort identifiziert werden. Dabei handelt es sich um 131 unterschiedliche Fonds, d. h. für 93% aller bekannten Fonds konnte der rechtliche Standort ermittelt werden. Rund 63% dieser Fonds waren in einem Offshore-Standort angesiedelt, wobei die Kanalinseln Guernsey und Jersey mit 29% dominierten, gefolgt von den Cayman Islands und Bermuda (18%) sowie Luxemburg (10%) und Delaware<sup>5</sup> (6%).

<sup>4</sup> 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.

<sup>5</sup> Für US-Unternehmen besitzt der US-Bundesstaat 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.

**Offshore-Finanzplatz**

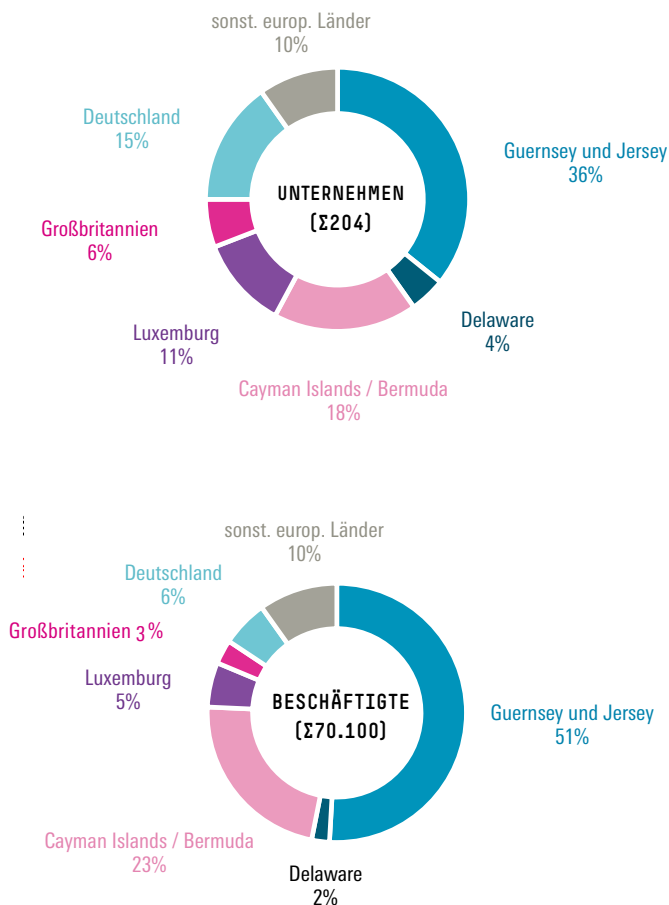
Offshore-Finanzplätze (OFC) übernehmen Bank- und andere Finanzdienstleistungen überwiegend für Akteure, die außerhalb ihres rechtlichen und administrativen Territoriums angesiedelt sind. Der Grund hierfür liegt zumeist in geringen Steuersätzen sowie in geringen Transparenzvorschriften, so dass eine weitere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

Die anderen Fonds waren vor allem in Deutschland und in weiteren europäischen Ländern beheimatet.

Betrachtet man die wirtschaftliche Aktivität, die von den Fondsstandorten aus in Gang gesetzt werden, dann steigt die Bedeutung der Offshore-Finanzzentren noch einmal deutlich an. Die Eigentümer von mehr als zwei Drittel aller übernommenen Unternehmen, die von einer fondsbasierten Beteiligungsgesellschaft übernommen worden sind, hatten ihren Sitz in einem OFC (**Abbildung 7**). Dabei erhöhte sich vor allem der Anteil der Fonds auf den Kanalinseln (36%). Noch deutlicher wird die Stellung der OFC, wenn man die Beschäftigtengrößen der übernommenen Unternehmen einbezieht. Demnach wurden die Unternehmen mit rund 81% aller Beschäftigten von den Offshore-Standorten aus gesteuert. Hier dehnten Guernsey und Jersey (51%) sowie die Cayman Islands und Bermuda (23%) ihre Anteile noch einmal aus. Den Fonds, die ihren rechtlichen Sitz in Deutschland haben, können dagegen nur 6% aller Beschäftigten der übernommenen Unternehmen zugerechnet werden. Ausschlaggebend hierfür sind vor allem die großen Buyout-Fonds der US-amerikanischen und britischen Beteiligungsgesellschaften, die ganz überwiegend in einem OFC verankert sind. Dass die Werte der OFC nicht noch höher ausfallen ist zu einem Teil – wie in Abschnitt 3 ausgeführt wurde – vermutlich dem Umstand geschuldet, dass die OFC-Standorte einiger Fonds nicht ermittelt werden konnten. Kurz gesagt, die Finanzierung von Private-Equity-Geschäften wird in hohem Maß über die Offshore-Finanzzentren abgewickelt, was vor allem die Rendite der Fonds-Investoren erhöht.

Abbildung 7

**Übernommene Unternehmen 2017 und ihre Beschäftigten nach den rechtlichen Sitzen der Fonds (in v. H.)**



**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 wird die Entwicklung der Exits hier näher beschrieben.

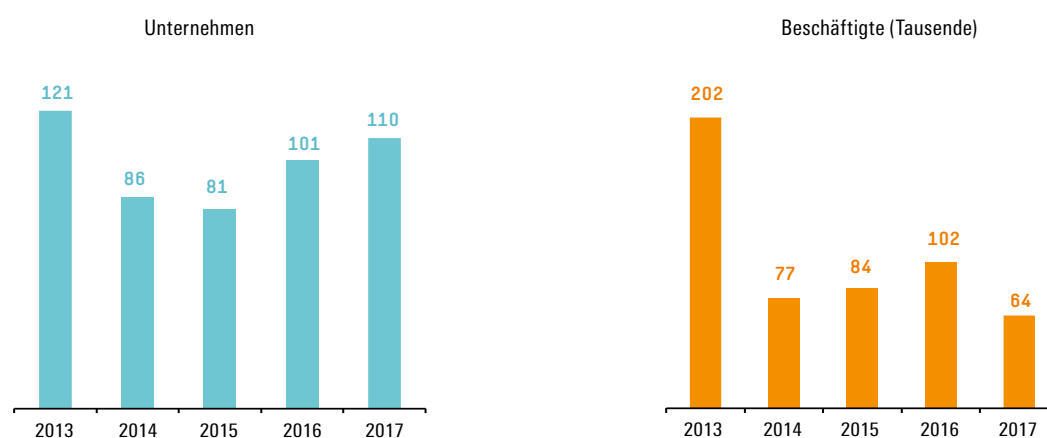
Die Daten zu den Exits wurden unter Verwendung derselben Quellen und Methoden generiert, wie sie bei den Buyout-Daten verwendet wurden. Im Falle von Secondary Buyouts tauchen die Transaktionen in beiden Datensätzen auf.

**a) Anzahl der Exits und Struktur der Exit-Unternehmen**

Im Jahr 2017 fanden insgesamt 110 Exits von Unternehmen in Deutschland statt. Damit stieg die Zahl der Exits um 9% gegenüber dem Vorjahr (vgl. **Abbildung 8**). Die Zahl der Beschäftigten in den veräußerten Unternehmen sank dagegen um mehr als ein Drittel auf 64.400 Beschäftigte.

Quelle: eigene Darstellung auf Basis von DAFNE / Bureau van Dijk, Deal News / Majunke Consulting, Preqin und eigenen Recherchen (n=204 Buyouts mit bekanntem Fondsstandort) © I.M.U. 2019

## Exits von Unternehmen und deren Beschäftigte in Deutschland in den Jahren 2013 bis 2017



Quelle: eigene Darstellung auf Basis von ZEPHYR und DAFNE / Bureau van Dijk, Deal News / Majunke Consulting, Preqin und eigenen Recherchen (n=499 Unternehmen) © I.M.U. 2019

I.M.U.

Der oben bereits skizzierte „Verkäufermarkt“ im Jahr 2017 lässt die Veräußerung von Portfolio-Unternehmen für die Finanzinvestoren weiterhin attraktiv erscheinen. Umso überraschender ist es, dass beschäftigungsstarke Unternehmen im vergangenen Jahr nur zögerlich veräußert wurden.

Die sektorale Zusammensetzung folgt um einige Jahre zeitversetzt immer der Branchenstruktur der Buyouts, aber auch hier kann es gelegentlich zu Konjunkturen kommen. Die meisten Exits im Jahr 2017 (vgl. **Tabelle 7**) fanden in den Branchen Maschinen- und Anlagenbau (16%), Fahrzeugbau (15%) sowie Chemie und Kunststoff (13%) statt. Dies waren allesamt Branchen des „Industriellen Kernsektors“ wie er im **Abschnitt 4** eingeführt worden ist. Nach den Beschäftigten gab es eine deutliche Veränderung bei der wichtigsten Branche. Nach einem starken Beschäftigtenvolumen in der Branche Pharma im Jahr 2015 (16%) sowie einem hohen Wert der Branche Bau/Handwerk im Jahr 2016 (22%), wies im Jahr 2017 die Gesundheitsbranche einen großen Anteil an den Beschäftigten (23%) auf. Hier spielte der Secondary Buyout von Alloheim Seniorenresidenzen, der bereits bei den Buyouts erwähnt wurde, wieder eine besondere Rolle. Dahinter waren die Exits in den Branchen Transport/Logistik (15%) und Fahrzeugbau (12%) beschäftigungsstark.

Im Jahr 2017 hat die Anzahl der Unternehmen in der Beschäftigtenklasse von 10 Mio. € bis zu 50 Mio. € stark zugenommen auf 41 Unternehmen, während sich die Zahl der Unternehmen mit einem Umsatz von 100 Mio. € bis 500 Mio. € um ein Drittel auf 27 Un-

Tabelle 7

## Exits von Unternehmen und deren Beschäftigte im Jahr 2017 nach Branchen

Branche	Exits		Beschäftigte	
	Anzahl	in v. H.	Anzahl	in v. H.
Bau/Handwerk	7	6,4	4.663	7,2
Chemie/Kunststoff	14	12,7	4.367	6,8
Dienstleistungen	4	3,6	2.928	4,5
Elektrotechnik/Elektronik	7	6,4	1.896	2,9
Energie/Umwelt	1	0,9	1.700	2,6
Fahrzeugbau	17	15,5	7.905	12,3
Finanzdienstleistungen	1	0,9	221	0,3
Gesundheit	3	2,7	14.737	22,9
Handel	3	2,7	2.370	3,7
Maschinen-/Anlagenbau	18	16,4	3.945	6,1
Medien	–	–	–	–
Pharma	4	3,6	1.270	2,0
Software, IT und Internet	12	10,9	2.130	3,3
Telekommunikation	–	–	–	–
Traditionelle Industrien	12	10,9	6.291	9,8
Transport/Logistik	7	6,4	9.956	15,5
<b>Summe</b>	<b>110</b>	<b>100,0</b>	<b>64.379</b>	<b>100,0</b>

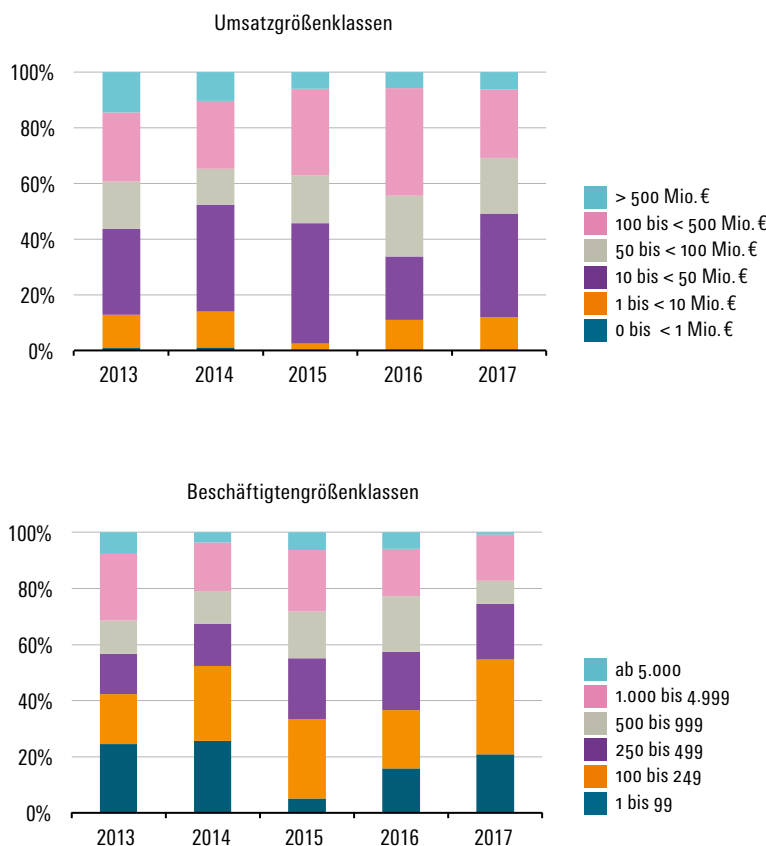
Quelle: eigene Darstellung auf Basis von DAFNE / Bureau van Dijk, Deal News / Majunke Consulting, Preqin und eigenen Recherchen © I.M.U. 2019

I.M.U.



Abbildung 9

### Exit-Unternehmen in Deutschland nach der Umsatz- und Beschäftigtengrößenklasse in den Jahren 2013 bis 2017



Quelle: eigene Darstellung auf Basis von DAFNE / Bureau van Dijk, Deal News / Majunke Consulting, Preqin und eigenen Recherchen (n=495 Unternehmen) © I.M.U. 2019

I.M.U.

ternehmen verringert hat (Abbildung 9). Demgegenüber sind die anderen Unternehmensgrößenklassen – sowohl am oberen Ende wie am unteren Ende der Skala – recht konstant geblieben. Im Ergebnis hat der Anteil der Unternehmen in den kleineren drei Klassen sich auf etwa 50% wieder erhöht.

Bei den Beschäftigtenklassen vollzog sich dieser polarisierende Trend ebenfalls durch die Veränderung in zwei Klassen. Während die Klasse mit einer Beschäftigung von 100 bis 249 Beschäftigten stark zugelegt hat auf 37 Unternehmen, hat die Klasse mit einer Beschäftigung von 500 bis 999 Beschäftigten um mehr als die Hälfte verloren auf nur noch neun Unternehmen. Zusätzlich ist hier auch die Reduktion in der größten Beschäftigtenklasse (mehr als 5.000 Beschäftigte) bemerkenswert – hier erlebte nur ein Unternehmen den Exit, während es im Vorjahr noch sechs gewesen waren.

#### b) Haltedauer der Exit-Unternehmen

Die Haltedauer der 110 Unternehmen, die im Jahr 2017 von einem Finanzinvestor veräußert worden sind, lag bei 62 Monaten bzw. bei 5,1 Jahren. Damit hat sich die Haltedauer gegenüber dem Vorjahr um 13 Monate verkürzt und den niedrigsten Wert erreicht, der seit Beginn des Private Equity-Monitors im Jahr 2013 dokumentiert werden konnte.

Dieser Durchschnittswert schließt eine größere Anzahl an Unternehmen ein, die nur wenige Monate bzw. Jahre gehalten worden sind (Tabelle 8). 10% der Unternehmen, die im Jahr 2017 von einer Private Equity-Gesellschaft veräußert worden sind, hatten sich maximal zwei Jahre in deren Eigentum befunden. Bei weiteren 28% der Unternehmen betrug die Haltedauer 25 bis 48 Monate, d. h. etwa drei oder vier Jahre. Dies zeigt, dass ein relevanter Teil der Unternehmen nur eine kurze Zeit bis zu einem Weiterkauf im Eigentum einer einzelnen Private Equity-Gesellschaft ist. Die Anteile der Haltedauer-Spannweiten haben sich damit gegenüber dem Vorjahr kaum geändert.

Bezogen auf die Beschäftigten in den Exit-Unternehmen fällt auf, dass sich die Anteile einer sehr kurzen und einer sehr langen Haltezeit gegenüber dem Vorjahr verringert haben. Ausgedehnt hat sich der Anteil der Unternehmen, die zwischen 49 bis 72 Monaten, d. h. etwa fünf oder sechs Jahre, im Eigentum einer Private Equity-Gesellschaft gewesen sind. Fast die Hälfte aller Beschäftigten entfiel auf solche Exit-Unternehmen des Jahres 2017. Demgegenüber haben sich 8% der Mitarbeiter in Exit-Unternehmen des Jahres 2017 befunden, die maximal zwei Jahre unter Kontrolle einer Beteiligungsgesellschaft waren. Für weitere 18% hat die Haltedauer 25 bis 48 Monate, d. h. drei oder vier Jahre, betragen. Beide Werte sind damit deutlich gegenüber dem Vorjahr abgefallen.

#### c) Exit-Kanäle

Für die Beschäftigung ist es von besonderer Bedeutung, welchen Eigentümer ein Unternehmen erhält, wenn der Finanzinvestor sein Engagement beendet. Wie bereits die Betrachtung der Buyouts gezeigt

Tabelle 8

### Anteile der Exit-Unternehmen des Jahres 2017 und ihrer Beschäftigten an den Spannweiten der Haltedauer (in v. H.)

Spannweiten der Haltedauer	Unternehmen	Beschäftigte
bis 2 Jahre	10,1	8,4
3 und 4 Jahre	28,4	18,0
5 und 6 Jahre	25,7	49,1
7 und 8 Jahre	17,4	15,4
9 Jahre und älter	18,4	9,1
<b>Summe</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
nachrichtlich	110 Unternehmen	64.300 Beschäftigte

Quelle: eigene Darstellung auf Basis von DAFNE / Bureau van Dijk, Deal News / Majunke Consulting, Preqin und eigenen Recherchen © I.M.U. 2019

I.M.U.

hat, wird ein größerer Teil dabei zu einem zweiten oder dritten Mal an eine weitere Private-Equity-Gesellschaft veräußert. Nachdem der Anteil dieser Secondary Buyouts bei den Exits im vergangenen Jahr zurückgegangen war, wurden im Jahr 2017 von 110 Exit-Unternehmen 64 an eine weitere Private Equity-Gesellschaft veräußert. Damit stieg der Anteil der Wiederverkäufe auf den höchsten Wert im betrachteten Zeitraum nach der Zahl der Verkäufe (59%) und dem Beschäftigtenvolumen (69%) (Abbildung 10). Strategische Unternehmen erwarben nur 39 Unternehmen (36%) und der Anteil an den Beschäftigten in diese Unternehmen fiel auf 24%. Drei Unternehmen konnten von den Finanzinvestoren an der Börse platziert werden und zwei Unternehmen wurden von Privatpersonen übernommen.

**d) Secondary Buyouts**

Da den Secondary Buyouts im Jahr 2017 erneut eine hohe Bedeutung zukam, wird ihre Struktur hier etwas eingehender analysiert. Zunächst fällt auf, dass die Gruppe der kapitalkräftigen, global tätigen und in den USA oder in Großbritannien beheimateten Private Equity-Gesellschaften besonders stark als Käufer bei den Secondaries vertreten sind. KKR, Blackstone, BC Partners, Equistone und Oakley sind einige führende Gesellschaften dieser Akteursgruppe. Mit ihrem Engagement im Secondary-Markt stieg der Grad der Internationalisierung der Eigentümer im Jahr 2017 gegenüber dem ersten Buyout (siehe Abschnitt 7) noch einmal an. So entfielen auf die entsprechenden Käufer aus Deutschland in der Secondary-Welle nur noch

**Exit**

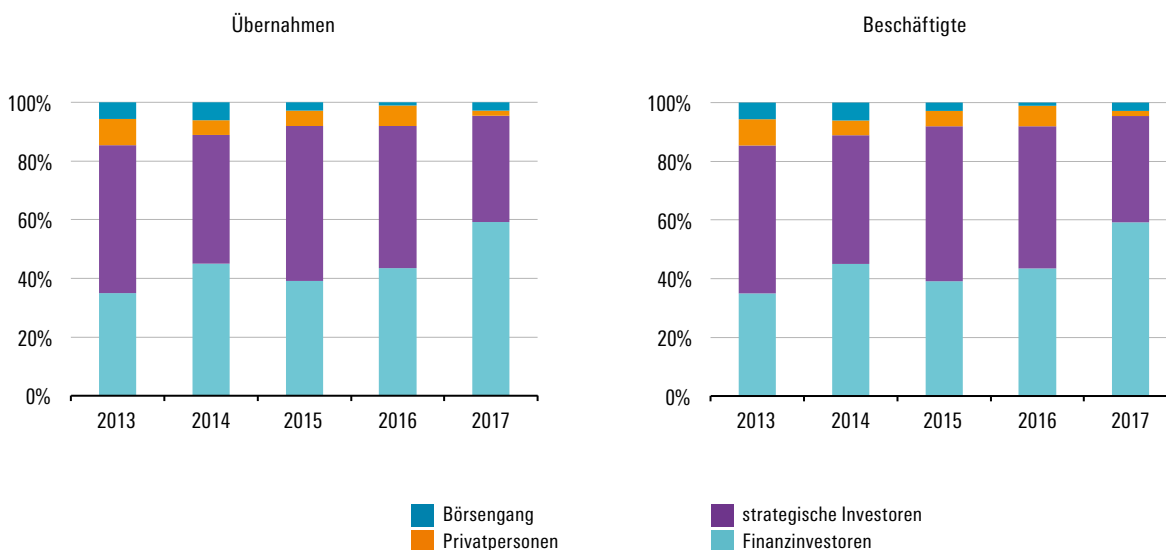
Der Wiederverkauf des Zielunternehmens bildet im Geschäftsmodell von Private Equity eine wichtige Renditequelle. Daher stellen die (internationale) Suche nach geeigneten Käufern und das richtige Timing am Markt zwei Kernkompetenzen jeder Private-Equity-Gesellschaft dar. Der Zeitpunkt für den Exit wird 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.

ein Fünftel der Käufe und 16% der Beschäftigten in den übernommenen Unternehmen. Demgegenüber stieg der Anteil von PE-Gesellschaften aus den USA und aus Großbritannien auf 46% an den Secondary-Unternehmen und auf 63% der Beschäftigten in diesen Unternehmen.

Eine weitere Veränderung tritt mit den Secondary Buyouts bei der Unternehmensgröße ein. Von den 22 Buyouts von Unternehmen mit mehr als 1.000

Abbildung 10

Exit-Unternehmen 2013 bis 2017 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; ohne Insolvenzen (n=488 Unternehmen) © I.M.U. 2019

Beschäftigten im Jahr 2017 wurden 13 Unternehmen bereits zum zweiten Mal von einem Finanzinvestor übernommen. Damit steigt die Bedeutung der größeren Unternehmen bei den Secondary-Unternehmen deutlich an. Hier entfiel ein Fünftel aller Transaktionen auf Unternehmen mit mehr als 1.000 Beschäftigten, während dies nur 8% bei allen ersten Buyouts der Fall war.

Ein Großteil der Secondary Buyouts erklärt sich über die hohe Verfügbarkeit an Kapital, die die Akteure zu weiteren Investments im Unternehmenssektor zwingt. In einigen Fällen bieten jedoch die Restrukturierungs-Strategien, die die Finanzinvestoren verfolgen, spezifische Anknüpfungspunkte für einen Folgeinvestor. Dazu zählt etwa die Buy-and-Build-Strategie, bei der kleinere Zukäufe an ein bestehendes Plattform-Unternehmen angefügt werden. Diese Strategie wurde bei den großen Secondary Buyouts 2017 z.B. bei Alloheim (Pflegeheime), Gess&Partner (Zeitarbeit) und Studienkreis (Schülernachhilfe) angewandt. Es kann vermutet werden, dass dieser Expansionsprozess von dem zweiten Private Equity-Investor fortgesetzt wird. Eine zweite Gruppe sind Unternehmen, die aufgrund von Strategien der Internationali-

sierung oder Technologieentwicklung ein deutliches Umsatzwachstum zeigen. Hier kann mit einem erneuten Kapitaleinsatz die Strategie fortgesetzt werden, wofür die Unternehmen ARWE (Dienstleistungen rund um Mietwagen), CeramTech (Hochleistungskeramik) und Formel D (Ingenieurdienstleister für Automotive) bei den Exits 2017 Beispiele sind.

#### e) Die Eigentümer nach Private Equity

An dieser Stelle soll auch näher betrachtet werden, welche Eigentümer die Unternehmen nach dem endgültigen Ausstieg von Finanzinvestoren erhalten, denn diese Art von Eigentümerwechsel stellt häufig langfristig die strategischen Weichen für das Unternehmen. Um dies sprachlich zu verdeutlichen, dass die Secondary-Exits jeweils nicht mitgemeint sind, wird im Folgenden von „Post-Private-Equity-Exit“-Unternehmen (PPEE) gesprochen. Für das Jahr 2017 betrifft dies 44 Unternehmen mit knapp 20.000 Beschäftigten, die von einem strategischen Unternehmen oder von einzelnen privaten Unternehmern erworben wurden oder an die Börse gebracht worden sind. (Die Insolvenzen spielen in der folgenden Betrachtung keine Rolle und werden daher hier nicht eingerechnet.)

#### Exkurs: Von Private Equity zum chinesischen Investor

Von den Unternehmen, die bei einem Exit die Eigentümerschaft von Private-Equity-Gesellschaften in den Jahren 2014 bis 2017 verlassen haben, wurden rund 10% von chinesischen Investoren erworben. Damit lagen sie bei der Anzahl der Investments knapp vor und bei den Beschäftigten mit 8% knapp hinter den Investoren aus den Vereinigten Staaten. Dieser Aufstieg Chinas zu einem wichtigen Exit-Partner auf dem deutschen Markt erklärt sich über die Internationalisierungsstrategie der chinesischen Wirtschaft. Umgekehrt sind aber auch die Private Equity-Gesellschaften zu einem wichtigen Verkaufspartner der chinesischen Unternehmen geworden. Von den 182 Unternehmen\*, die Chinas Investoren in den Jahren 2011 bis 2017 in Deutschland erwarben, stammten insgesamt 43 Unternehmen aus dem Eigentum eines Finanzinvestors. Damit machten diese Erwerbungen rund 23% der chinesischen Einkäufe aus. Dabei veräußerten die Finanzinvestoren die durchschnittlich größeren Unternehmen als andere Verkäufergruppen. Sie wiesen mit 67.000 Beschäftigten den größten Anteil (42%) am gesamten Beschäftigtenvolumen auf und auch ihr Umsatzvolumen (34%) war das höchste im Vergleich zu anderen Verkäufergruppen.

Ausländische Direktinvestitionen stärken generell eine Volkswirtschaft. Die chinesischen Investitionen der vergangenen Jahre in Europa haben jedoch zu Diskussionen geführt durch die industriepolitische Strategien Chinas und das staatliche Eigentum an vielen Unternehmen. Auch vor diesem Hintergrund ist der Verkaufskanal Private Equity bemerkenswert. Ein Drittel aller Käufe, die staatsgetragene Unternehmen in Deutschland getätigt haben, wurden von einem Finanzinvestor veräußert. Da es sich wie erwähnt um die größeren Unternehmen handelte, wiesen diese zwei Drittel der Beschäftigten und des Umsatzes aller staatsangebundenen Erwerbungen auf. Aus der starken Internationalisierung der Eigentümerseite, die auf das Engagement von Private Equity folgt, ergeben sich somit langfristig noch komplexe Folgen für das Produktions- und Innovationssystem in Deutschland.

\* Gezählt wurden nur Unternehmen mit einem rechtlichen Unternehmenssitz in Deutschland, die mindestens 10 Beschäftigte hatten, und die von einem Erwerber mit dem Unternehmenssitz in China gekauft wurden. Die Daten entstammen den Merger&Akquisitions-Datenbanken ZEPHYR (Bureau van Dijk) und Deal News (Majunke Consulting) sowie eigenen Recherchen.

Eine erste Differenz der Post-PE-Exit-Unternehmen kann man in Bezug auf die Haltedauer feststellen. Sie befanden sich durchschnittlich 59 Monate im Eigentum eines Finanzinvestors und somit neun Monate weniger als Unternehmen, die im Rahmen eines Secondary Buyouts weitergegeben wurden. Diese Haltedauer der Post-PE-Exit-Unternehmen hat sich gegenüber dem Vorjahr (sieben Monate) noch verkürzt.

Die durchschnittliche Beschäftigtengröße der Post-PE-Exit-Unternehmen lag mit 447 Beschäftigten unter der Zahl der Secondary-Exits (695 Beschäftigte). Dies wird stark von den großen Exits beeinflusst. Im Jahr 2017 erlebte kein Unternehmen seinen Post-PE-Exit aus der Größenklasse von Unternehmen mit mehr als 5.000 Beschäftigten. Auch in der Größenklasse von 1.000 bis 4.999 Beschäftigten wurden nur sechs Unternehmen und damit nur halb so viel wie im Jahr 2016 veräußert.

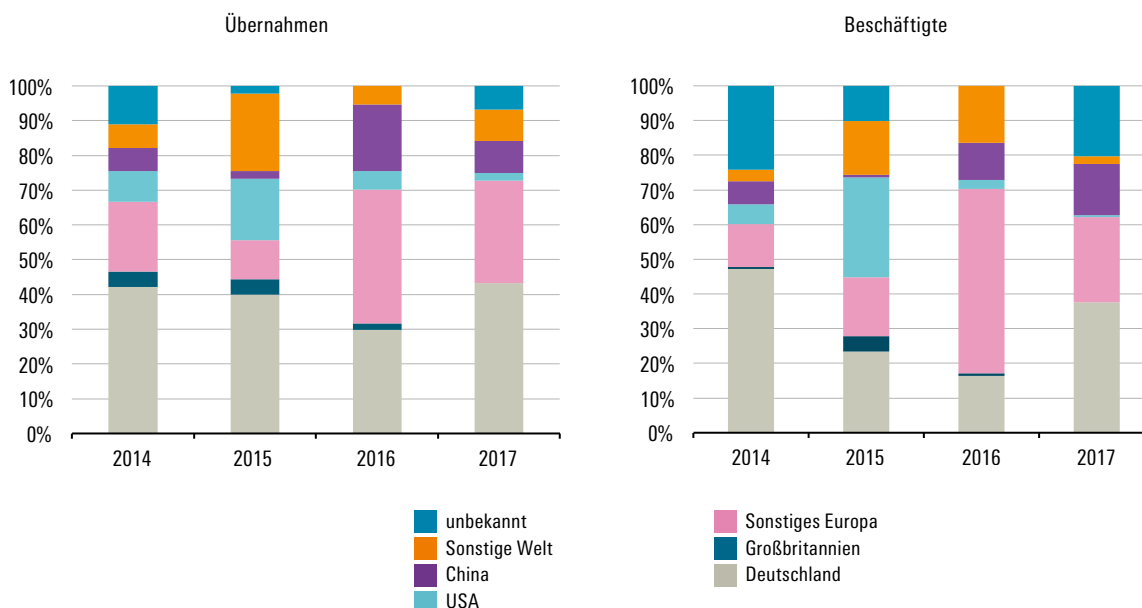
Mit dem Ausstieg der Finanzinvestoren erhielten die Unternehmen in den vergangenen Jahren stets Eigentümer, die mehrheitlich internationale Unternehmenssitze haben. Dies gilt auch, wenn man nur die Post-PE-Exit-Unternehmen betrachtet. Nachdem bei dieser Gruppe an Unternehmen strategische Käufer aus Europa, insbesondere aus Frankreich, im Jahr 2016 ihren Anteil an den Exits deutlich ausgedehnt hatten, folgte die Verteilung im Jahr 2017 wieder stärker den Vorjahren (**Abbildung 11**). Gut zwei Fünftel der Exits wurden von Käufern aus Deutschland

erworben, während rund 30% der Unternehmer an neue europäische Eigner gingen. Weitere je 9% der Unternehmen wurden von Erwerbenden aus China sowie aus dem Rest der Welt gekauft. Auch die Anteile am Beschäftigtensvolumen glichen sich wieder stärker diesem Muster an. Auf Erwerber mit dem rechtlichen Sitz in Deutschland entfielen 37% der Beschäftigten, während der Anteil der europäischen Käufer sich auf rund ein Viertel der Beschäftigten halbierte. Die Zahl der Beschäftigten in den von chinesischen Investoren gekauften Unternehmen erreichte mit 15% einen Höchststand. Da die Investoren aus China in den vergangenen Jahren am Exit-Markt immer wieder mit bemerkenswerten Käufen hervorgetreten sind, hat sich Private Equity für sie zu einem wichtigen Einkaufskanal entwickelt (vgl. Kasten „Von Private Equity zum chinesischen Investor“). Schließlich waren die drei Börsengänge (deren Unternehmenssitz in der Grafik mit „unbekannt“ angegeben wird) gemessen an der Zahl der Beschäftigten bedeutsam, da ihr Anteil sich auf 20% summiert.

Vergleicht man die Standorte der Eigentümer nach dem Exit der Unternehmen mit den in Abschnitt 6 dargestellten Unternehmenssitzen der ursprünglichen Verkäufer vor der Veräußerung an einen ersten Finanzinvestor, dann wird deutlich, wie stark der Internationalisierungsschub durch Private Equity aus-

Abbildung 11

Post-PE-Exit-Unternehmen 2014 bis 2017 und deren Beschäftigte nach dem Unternehmenssitz des Käufers (in v. H.)



Quelle: eigene Darstellung auf Basis von Majunke Consulting, Preqin und eigenen Recherchen (n=191 Unternehmen) © I.M.U. 2019

fällt. Während die ursprünglichen Eigentümer bei den Buyouts (ohne Secondaries) zu über 90% einen Sitz in Deutschland hatten, so sinkt dieser Anteil bei den Eigentümern nach dem endgültigen Exit auf rund 40%.

## 10 ZUSAMMENFASSUNG UND SCHLUSSFOLGERUNGEN

Mit dieser vierten Auflage des „Private Equity Monitor“ wurden die Aktivitäten von Finanzinvestoren in Deutschland im Jahr 2017 betrachtet. Dabei bildet die Wirkung auf die Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer in den betroffenen Unternehmen den besonderen Fokus dieser Veröffentlichungsreihe. Entsprechend stellt die Darstellung zum einen die Beschäftigtenzahlen in den Mittelpunkt. Zum anderen wird aufgezeigt, in welcher Form die Übernahmen Auswirkungen auf die Situation der Beschäftigten haben können. Aus diesem Grund wurden unter anderem die Haltedauern der Unternehmen, die Kapitalbasis der Investoren, das Ausmaß von Secondary Buyouts sowie die Eigentümerstrukturen nach einem letzten Abschied eines Finanzinvestors untersucht. Mit dem Übernahmejahr 2017 haben sich wieder einige neue Tendenzen ergeben, die hier besonders hervorgehoben werden sollen. Im Folgenden werden zunächst die empirischen Kernergebnisse der Studie zusammenfassend dargestellt und im Anschluss einige generelle Schlussfolgerungen gezogen.

### a) Vermehrte, aber kleinteiligere Aktivitäten am Buyout-Markt

Der bereits seit längerem erwartete Anstieg auf dem Buyout-Markt ist im Jahr 2017 mit einem Plus von knapp einem Drittel der Übernahmen eingetreten. Allerdings wurden deutlich kleinere Unternehmen übernommen: Die durchschnittliche Beschäftigtenzahl bei den Übernahmen sank um ein Drittel und es gab nur zwei Buyouts mit mehr als 5.000 Beschäftigten in Deutschland. (Allerdings fand mit der Stada AG auch die größte Übernahme in Deutschland seit einem Jahrzehnt statt.) Dies führte dazu, dass auch die absolute Beschäftigtenzahl aller Buyouts sich um rund 13% verringerte. Aufgrund des insgesamt starken Wettbewerbs auf dem Markt für Unternehmenskontrolle haben die Transaktionsvolumina dennoch zugelegt, und zwar um Werte zwischen 7% und 15%. So konnte der bisherige Höchststand des Transaktionsvolumens seit Beginn des Private-Equity-Monitors übertroffen (nach den Minimum-Werten) bzw. eingestellt werden (nach den Maximum-Werten). Private Equity als ein besonders aktiver Typ von Finanzinvestoren verfügt somit über ein anhaltend hohes Kapitalvolumen und hat seine Einkaufstour auf dem Markt für Unternehmen fortgesetzt. Dennoch sieht es sich zu alternativen Strategien gezwungen, da übernahmefähige Unternehmen nicht in ausreichendem Maße bereitstehen. Zu diesen Ausweichstrategien

zählen unter anderem die Erschließung der Gesundheitsbranche (**Punkt b**) und der wieder vermehrte Zukauf über Secondary Buyouts (**Punkt c**).

### b) Boom und Neuordnung in der Gesundheitswirtschaft

Die Branche Gesundheit erlebte mit 42 Übernahmen eine rege Übernahmetätigkeit. Sie belegte (gemeinsam mit der Software- und Internet-Branche) mit einem Anteil von rund 15% erstmals den ersten Platz nach der Zahl der Übernahmen. Gemessen an der Zahl der Beschäftigten kam sie mit einem Anteil von mehr als einem Drittel unangefochten auf den ersten Platz. Ausschlaggebend dafür war zum einen die Übernahme mehrerer großer Pflegeheimbetreiber. Bei dieser arbeitsintensiven Branche ist zu vermuten, dass eine Wertsteigerung in diesen Unternehmen vor allem über Größeneffekte („Synergien“) und entsprechende Kostenersparnisse entsteht, aber auch über eine Zunahme der ohnehin hohen Belastung der Beschäftigten z.B. durch Arbeitsverdichtung und Prozessstraffung. Dies belegen bereits erste Beispiele. Zum anderen hat die Erschließung eines ganz neuen Segmentes begonnen, die Bildung von fachärztlichen Ketten durch Buy-and-Build-Strategien, z.B. in der Augenheilkunde und der Zahnmedizin. Diese Übernahmeprozesse finden aktuell mit dem Segen der Gesundheitspolitik statt. Im Bereich der Zahnmedizin hat beispielsweise eine regulatorische Veränderung im Jahr 2015 es erst möglich gemacht, dass einzelne Praxisstandorte durch einen nicht-medizinischen (Finanz-)Investor übernommen werden können. Da diese Strategie seit einiger Zeit von einer Reihe großer, fondsbasierter Finanzinvestoren verfolgt wird, die international aufgestellte Gesundheitskonzerne schaffen wollen, wird sie das Übernahmegeschehen auch in den folgenden Jahren prägen.

Diese Entwicklungen in der Gesundheitsbranche stellen eine neue Dimension bei der Privatisierung und Finanzialisierung von Einrichtungen der öffentlichen Daseinsvorsorge dar. Hier droht die Gefahr, dass dem Solidarsystem der Krankenversicherten dauerhaft höhere Kosten entstehen bzw. Gewinne in einem intransparenten System der neuen Gesundheitskonzerne verschwinden. Für die Patienten drohen mit den absehbaren Rationalisierungsprozessen in den Versorgungseinrichtungen eine weitere Standardisierung und Verdichtung, obwohl hier ein schützender Raum für zwischenmenschliche Interaktion zwischen Patienten und Pflege- bzw. Klinikpersonal aufrechterhalten werden müsste.

### c) Erneute Zunahme bei den Secondary Buyouts

Nachdem in den vergangenen drei Jahren die Bedeutung der Verkäufe zwischen den Finanzinvestoren – vor allem gemessen an der Zahl der Beschäftigten – zurückgegangen war, nahm sie im Jahr 2017 wieder zu. Private-Equity-Gesellschaften wurden wieder zur zweitwichtigsten Gruppe der Verkäufer mit einem Anteil von einem Viertel an den Buyouts und einem Anteil von knapp der Hälfte an den Beschäftigten.

Noch dominanter wurden die Secondary Buyouts auf dem Exit-Markt: Hier nahmen sie nach der Zahl der Verkäufe (59%) und dem Beschäftigtenvolumen (69%) eine überragende Stellung ein und erreichten Höchstwerte im Berichtszeitraum seit dem Jahr 2013. Der starke Zufluss von Kapital in die Fonds der Private Equity-Gesellschaften ermöglichte es diesen, sich in dem umkämpften Markt für Unternehmenskontrolle behaupten können. Dies verlängerte die Gesamt-Verweildauer der Unternehmen in der Eigentümerschaft von Private-Equity und die Unsicherheiten, denen die Belegschaften ausgesetzt sind.

#### **d) Ablösung von den inländischen Eigentümern**

Die Verkäufer von Unternehmen an Finanzinvestoren hatten in den vergangenen Jahren zu etwa drei Vierteln einen rechtlichen Unternehmenssitz in Deutschland. Im Jahr 2017 fiel dieser Wert mit 86% besonders hoch aus. Darüber hinaus wurde für diese Ausgabe des PEMD erstmals die Herkunft der Eigentümer unter Ausschluss der Secondary Buyouts betrachtet – d.h. es wurden alle erstmaligen Verkäufe an einen Finanzinvestor untersucht. Demnach verantworteten im Jahr 2017 die Verkäufer mit einem deutschen Unternehmenssitz 94% aller Buyouts, wobei diese Unternehmen 92% der Beschäftigten aufwiesen. Dies stellt eine überraschend inländische Struktur der Eigentümer beim Eintritt in den Beteiligungsmarkt dar. Selbstverständlich folgen aus der Nationalität von Gesellschaften oder Personen nicht zwingend bestimmte Verhaltensweisen, aber aus einer beschäftigtenorientierten Sicht ist die Wahrscheinlichkeit für einige positive Effekte hoch: Bei einem inländischen Eigentümer werden die Entscheidungen über die Unternehmensstrategien in einer besseren Kenntnis der regionalen Betriebsstandorte stattfinden. Die Regeln und die Kultur der betrieblichen und der Unternehmensmitbestimmung sind vertrauter. Die erzielten Gewinne werden in stärkerem Maß in der jeweiligen Volkswirtschaft konsumiert oder als Ersparnis zur Verfügung gestellt, und es ist ein leichter Zugriff der Steuerbehörden auf die Gewinne und das Vermögen von Unternehmen bzw. deren Eigentümer möglich.

#### **e) Mehr und internationalere Finanzinvestoren**

Die zahlreicheren Buyouts im Jahr 2017 beruhten nicht auf einer vermehrten Aktivität einiger großer ‚Platzhirsche‘, sondern ging vor allem mit einem Anstieg der Marktteilnehmer einher. Insgesamt lag die Zahl von Finanzinvestoren, denen in diesem Jahr ein Buyout gelang, bei rund 180 Gesellschaften und damit etwa ein Drittel über dem Vorjahr. Während die Zahl der aktiven Gesellschaften mit Sitz in Deutschland nur leicht anwuchs, erhöhte sich die Zahl ausländischer Private Equity-Gesellschaften deutlich. Insbesondere waren vermehrt US-amerikanische Investoren (wieder) in Deutschland tätig. Dies dürfte auch ein wichtiger Grund dafür sein, warum die Anteile der deutschen Private-Equity-Gesellschaften an den Transaktionen und an den Beschäftigten im Jahr 2017

zurückgegangen sind. Der Anteil der traditionellen Private-Equity-Länder der Vereinigten Staaten und des Vereinigten Königreichs nahm bei der Zahl der Transaktionen deutlich auf mehr als ein Drittel zu und nahm leicht zu bei den Beschäftigten. Der Anteil der Private Equity-Gesellschaften aus den sonstigen europäischen Ländern, unter denen in den vergangenen beiden Jahren vor allem Gesellschaften aus Frankreich auftrumpfen konnten, nahm noch leicht zu und wurde besonders von den schwedischen Investoren gestützt. Diesen Anstieg von Private Equity-Gesellschaften könnte man als eine bloße Vermehrung von Wettbewerbern interpretieren, die sich um die Anteile an einem gleichbleibenden Markt streiten. Allerdings nimmt mit der Zahl der Finanzinvestoren auch deren Fähigkeit zu, Branchen-Nischen auszukundschaften, mittlere und kleinere Unternehmen zu durchleuchten und komplexe Geschäftsmodelle auszutüfteln. Zudem haben die großen Private Equity-Gesellschaften, die neu in den Markt eintreten, häufig spezifische Branchenerfahrungen oder bauen bereits spezielle Unternehmen im Ausland auf, so dass sie neuartige Synergien auf dem deutschen Markt realisieren können. All diese Elemente spielen etwa bei der gegenwärtigen Erschließung des Gesundheitssektors eine Rolle.

#### **f) Fehlende Mitbestimmung**

39 Unternehmen im Eigentum einer Beteiligungsgesellschaft im Jahr 2017 hatten mehr als 2.000 inländische Beschäftigte und müssten der paritätischen Mitbestimmung unterliegen. Tatsächlich galt das aber nur für die Hälfte Unternehmen, wobei 18 Unternehmen die gesetzlichen Vorgaben ignorierten und in drei weiteren Unternehmen die Mitbestimmung aktiv vermieden wurde. In den Unternehmen mit 500 bis 1.999 Beschäftigten, die der drittelparitätischen Mitbestimmung unterliegen, fällt die Vermeidungsquote noch höher aus. Hier zeigt eine Stichprobe für alle im Jahr 2017 übernommenen Unternehmen, dass fast 90% der Unternehmen nicht drittelparitätisch mitbestimmt sind. Es zeigt sich somit, dass die Ignorierung oder gezielte Vermeidung von Mitbestimmungsrechten unter der Ägide von Private-Equity-Investoren eine überproportional große Rolle spielt. Hier liegt ein klares Defizit an Wirtschaftsdemokratie in den betroffenen Unternehmen vor. Gekoppelt mit der oben angesprochenen Internationalisierung der Eigentümerschaft kann davon gesprochen werden, dass sich den Belegschaftsvertretern die Dialog- und Verhandlungspartner auf eine doppelte Weise entziehen: als handlungsfähiges Management vor Ort und als Gegenüber der Arbeitnehmerbank im Aufsichtsrat.

#### **g) Der Druck auf die Unternehmen bleibt**

Fondsbasierte Private Equity-Gesellschaften legen gegenüber ihren Kapitalgebern fest, ab welcher Mindestrendite die Private Equity-Manager anteilig an den Gewinnen partizipieren können. Damit lässt sich die untere Grenze der Renditeerwartungen nachvollziehen, die zu einem ökonomischen Druck auf die übernommenen Unternehmen führen kann. Diese



Mindestverzinsung lag für den Durchschnitt der im Jahr 2017 in Deutschland aktiven Fonds bei 7,8%; sie hat sich damit in den vergangenen Jahren kaum verringert. Während die Rendite-Vorgabe von Fonds der Anlagejahre 2007 und 2008 bei 8,0 gelegen hatte, ist sie bei Fonds der Anlagejahre 2016 und 2017 nur geringfügig gesunken auf 7,7%. Insgesamt weisen die Renditeerwartungen der Private Equity-Gesellschaften somit eine hohe Konstanz auf. Während andere ökonomische Zielgrößen wie etwa die Verzinsung von Sparguthaben seit der Weltwirtschaftskrise 2009 drastisch gesunken sind, hat sich an den selbstgesteckten Zielen der Private Equity-Gesellschaften nichts geändert. Die tatsächlich realisierten Gewinne übertreffen diese Erwartung noch, wie der folgende Punkt zeigt.

#### **h) Die Gewinne machen einen Sprung**

Die jährliche Verzinsung des Kapitals der Private Equity-Fonds, die in Deutschland im Jahr 2017 aktiv waren, lag durchschnittlich bei 18,6%. Dies ist eine deutliche Steigerung um 4,8 Prozentpunkte gegenüber den Daten für das letzte Buyout-Jahr 2016. Dieser Gewinnsprung liegt im Trend der globalen Private Equity-Branche, für die jüngst Renditen von 18,8% veröffentlicht worden sind. Damit konnten sich die Profite von Private Equity im Spitzenfeld der Anlagenklassen platzieren. Diese Kombination aus hohen Fonds-Renditen bei gleichzeitig starken Kosteneinsparungen zu Lasten der Beschäftigten, wie sie immer wieder beobachtet werden, bedeutet letztlich eine Umverteilung gesamtgesellschaftlicher Wohlfahrt zugunsten der Kapitaleigentümer.

#### **i) Die Dienste der Steueroasen**

Die außerordentlichen Gewinne konnten auch erzielt werden, weil die Private Equity-Fonds überwiegend in Steueroasen angesiedelt sind. Für die meisten Buyouts des Jahres 2017 konnte in dieser Studie ein Fonds mit einem Fondsstandort identifiziert werden. Fast zwei Drittel der identifizierten Fonds waren in einem Offshore-Standort angesiedelt. Bezieht man die Unternehmensgrößen ein, dann wickelten die Fonds etwa vier Fünftel ihrer Aktivitäten über solche Finanzzentren ab. Dabei waren die Kanalinseln Guernsey und Jersey wieder die beliebtesten Domizile gefolgt von den Cayman Islands sowie Luxemburg. Genutzt wurden diese Standorte ganz offensichtlich, weil mit ihnen die steuerlichen Verpflichtungen auf die erzielten Kapitalerträge deutlich reduziert werden können. Zudem sind die Transparenzvorschriften vieler Offshore-Finanzzentren niedrig, so dass es den Fondsinvestoren ein Investment ermöglicht wird, das die jeweiligen nationalen Steuerbehörden nicht oder nur schwer nachvollziehen können. Die Offshore-Finanzzentren helfen damit nicht nur generell bei einer Minimierung der steuerlichen Belastung von Kapitalerträgen, sondern sorgen auch für den Gewinntransfer von dem Ort der Arbeit in einem Staat zu dem Ort des Luxuskonsums in einem anderen Staat.

#### **j) Lebhafter Exit-Markt, aber ohne große Unternehmen**

Der Exit-Markt sah im Jahr 2017 einen Anstieg um 11% auf 112 Veräußerungen. Dabei fehlten jedoch ebenso die umsatz- und beschäftigungsstarken Firmen: Nur ein Unternehmen mit mehr als 5.000 Beschäftigten wurde von den Private-Equity-Gesellschaften verkauft. Aus diesem Grund ist die Zahl der Beschäftigten um mehr als ein Drittel auf 64.000 abgesackt. Da ohnehin eine Mehrheit von drei Fünfteln der Verkäufe an andere Finanzinvestoren – wie schon in **Punkt c)** dargestellt – gegangen ist, scheinen die Zielunternehmen immer weniger aus dem Kreislauf des Finanzkapitals hinausgelangen zu können. Gegen einen „Verkaufsstau“ spricht allerdings bislang noch, dass die durchschnittliche Haltedauer der veräußerten Unternehmen auf 5,1 Jahre gefallen ist. Dennoch ist es möglich, dass die Finanzinvestoren für eine Reihe von Unternehmen bereits jetzt keinen Wiederverkaufspreis mit einem strategischen Investor realisieren können, der ihre eigenen großen Investitionen bzw. Zahlungsverpflichtungen rentabel werden lässt. Im Kontext steigender Kapitalverfügbarkeit und steigender Kaufpreise wächst die Wahrscheinlichkeit für eine Blase auf dem Markt für Unternehmenskontrolle.

#### **k) Eine neue (internationale) Hoffnung**

Wenn die Unternehmen an einen Eigentümer veräußert werden, der nicht nach dem Geschäftsmodell einer Private-Equity-Gesellschaft arbeitet, ergibt sich die Chance für eine Unternehmensentwicklung ohne Wiederverkaufszwang. Dieses Szenario ist für die Beschäftigten von besonderem Interesse, weshalb in diesem Monitor erstmals die Exits ohne Secondary Buyouts untersucht wurden. Die neuen Eigentümer dieser Exit-Unternehmen sind überwiegend international. Dabei fiel der Anteil der Eigentümer mit einem Unternehmenssitz in Deutschland im Jahr 2017 mit rund zwei Fünftel der Unternehmen und des Beschäftigtenvolumens etwas höher aus als im Vorjahr. Zu einem knappen Drittel wurden die Unternehmen an Eigentümer in den verschiedenen europäischen Ländern sowie zu einem Fünftel an Käufer aus den außereuropäischen Ländern veräußert. Unter den letzteren Ländern nimmt China den wichtigsten Rang ein, insbesondere, wenn man das Beschäftigungsvolumen in den übernommenen Unternehmen betrachtet. Die Private Equity-Eigentümerschaft dient hier de facto als Brücke für chinesische Investoren, um die es seit einiger Zeit eine intensive Debatte entbrannt ist. In dieser Debatte werden sowohl ein möglicher Know-How-Transfer in den Hochtechnologie-Branchen als auch die daraus folgenden Unsicherheiten über die Arbeitsplätze und Wertschöpfungszusammenhänge in Deutschland diskutiert.

Abschließend soll hier aufgezeigt werden, dass die heutige Expansion von Private Equity langfristige Folgen im deutschen Wirtschafts- und Gesellschaftssystem nach sich zieht. Diese Folgen werden für die Unternehmen, für die Beschäftigten und für den Staat unter Rückgriff auf die gerade präsentierten empirischen Ergebnisse näher diskutiert.

### 1. Finanzialisierung des Unternehmenssektors

Der Boom an Übernahmen von Unternehmen durch Private Equity-Gesellschaften, der hier für das Jahr 2017 dargestellt wurde (**Punkt a**), zeigt, dass immer mehr Unternehmen und inzwischen auch die mittleren und kleinen Unternehmen in den Einflussbereich der Finanzinvestoren geraten. Es bekommen somit mehr Unternehmen die Auswirkungen des Private Equity-Modells in der Form von Kosteneinsparungen, Verringerung der Budgets für Forschung und Entwicklung, Erhöhung des Verschuldungsgrades und damit des Insolvenzrisikos zu spüren. Der Markt für Unternehmenskontrolle wächst und es wird immer selbstverständlicher, dass die Unternehmen dort als Ware angeboten werden. Ein plastisches Beispiel hierfür wäre ein Zahnarzt (vgl. **Punkt b**), für den die Regelung seiner Nachfolge inzwischen nicht mehr bedeutet, dass er sich nach einem/r jüngere/n Kollegen/in umsehen muss. Vielmehr kann er sich zwischen den Kaufangeboten mehrerer Investor-getriebenen Zahnmedizin-Ketten entscheiden, womit die Perspektiven der Praxis-Angestellten und der Patienten/innen deutlich verändert werden können. Auf diesem Markt für Unternehmenskontrolle herrschen die bekannten Marktgesetze, wobei in diesem Monitor angesichts steigender Kaufpreise und sinkender Exit-Aktivitäten die Tendenzen zur Blasen-Bildung deutlich geworden sind.

Diese von Private Equity forcierte „Finanzialisierung“ des Unternehmenssektors unterminiert schrittweise die traditionelle Eigentümerstruktur deutscher Unternehmen und ihrer Corporate Governance. Ein besonders extremes Beispiel war im Jahr 2017 die Übernahme der Stada AG. Hier destabilisierten zunächst aktivistische Investoren das Unternehmen und trieben den Vorstand geradezu in eine spektakuläre Übernahmeschlacht, aus der zwei Finanzinvestoren siegreich hervorgingen. Das Unternehmen wurde zu einer Jagdtrophäe verschiedener Beutegruppen, die allesamt kein Interesse an einer nachhaltigen Unternehmensentwicklung haben.

Dass Private Equity seit einigen Jahren wieder als ein so starker Akteur auf dem Transaktionsmarkt auftreten kann, hat seine Ursachen nur teilweise im deutschen Wirtschaftssystem. Zu nennen wäre hier die gesetzliche Öffnung einzelner gesellschaftlicher Bereiche wie zuletzt im Gesundheitsbereich geschehen (**Punkt b**). Entscheidender ist jedoch die ungleiche Einkommensentwicklung von Kapitalvermögen und Arbeitnehmerentgelten, mit denen erst verfügbares Kapital für die Fonds der Finanzinvestoren geschaffen wird. Dies geschieht zwar auch in Deutschland, quantitativ bedeutsamer ist jedoch der Import von Kapital aus den kapitalmarkt-basierten Finanzsystemen der USA und Großbritanniens. Dort hat die polarisierte Einkommensentwicklung nicht nur viel früher als in Kontinentaleuropa das Geschäftsmodell von Private Equity entstehen lassen, sondern sie pumpt bis heute enorme Summen in die Private Equity-Fonds. Auch der Eintritt neuer Finanzinvestoren in den deutschen Markt (**Punkt e**) treibt den Private Equity-Boom immer

weiter an, während ein Großteil der Gewinne aus dem deutschen Unternehmenssektor an diese Fonds bzw. an deren Investoren abfließen.

### 2. Konsequenzen für die Beschäftigten

Das Beschäftigtenvolumen bei den Buyouts ist im Jahr 2017 etwas geringer ausgefallen (**Punkt a**). Es hat sich jedoch gezeigt, dass die Zahl der Beschäftigten im Eigentum von Private Equity tendenziell ansteigt, zumal die Zahl der Beschäftigten in den Exit-Unternehmen, die aus dem Eigentum von Private Equity ausscheiden, noch deutlicher gefallen ist (**Punkt j**). Damit sind wieder mehr Beschäftigte von den bekannten Restrukturierungskonzepten der Finanzinvestoren, die mit einer Verdichtung der Arbeit einhergehen, betroffen. Vergleicht man die enormen realisierten Gewinne der Private Equity-Investoren sowie die jüngsten Gewinnsteigerungen (**Punkt h**) mit der Nominallohnentwicklung in Deutschland, die in den vergangenen Jahren zwischen 2% und 3% lag, dann wird deutlich, wie stark Private Equity die ungleiche Verteilung der Einkommen forciert.

Direkte Auswirkungen auf die Beschäftigten haben auch die Eigentümerwechsel. Da die Private Equity-Eigentümer bei den Exits des Jahres 2017 nur durchschnittlich fünf Jahre an Bord geblieben sind, setzt jeder Buyout absehbar einen neuerlichen Wechsel auf die Tagesordnung. Durch den Anstieg an Secondary Buyouts (**Punkt c**) sind sie vermehrt zwei- oder drei Mal von diesem Prozess betroffen – mit allen Konsequenzen für die Veränderungen von Unternehmensstrategien, Geschäftsfeldern und Standorten, die solche Wechsel mit sich bringen. Verstärkt wird dieser Prozess durch den Internationalisierungsschub: Die ursprünglichen, fast vollständig inländischen Eigentumsstrukturen (**Punkt d**) werden mit den Buyouts überwiegend internationalisiert (**Punkt e**). Damit wächst die Abhängigkeit von regionsexternen Entscheidungskompetenzen. Mit dem Abschied aus dem Private Equity-Eigentum wird diese Abhängigkeit nur wenig gemildert, vielmehr hat auch die Mehrheit der strategischen Käufer ihren rechtlichen Sitz im Ausland (**Punkt k**). Der bemerkenswerte Anteil an chinesischen Käufern und die daraus folgenden Gefahren z.B. des Know-How-Transfers werfen ein besonderes Licht auf die Private Equity-Gesellschaften als Globalisierungs-Beschleuniger.

Die Internationalisierung der Eigentümerschaft stellt zudem eine Herausforderung dar, weil mit ihr die Vertrautheit mit der betrieblichen und der Unternehmensmitbestimmung abnimmt. Erstmals konnte diese Vermutung in diesem Monitor belegt werden. Die Übersicht über die Ignorierung oder gezielte Vermeidung von Mitbestimmungsrechten (**Punkt f**) deutet darauf hin, dass dieses Verhalten bei Unternehmen im Eigentum von Private Equity häufiger vorkommt als im Durchschnitt vergleichbarer Unternehmen.

### 3. Handlungsfähigkeit des Staates

Das Private Equity-Geschäftsmodell hatte seit seiner Entstehung die Tendenz ausschließlich die Interessen

der Unternehmenseigentümer zu bedienen und sich auf alle Wirtschaftsbereiche auszudehnen. Daraus entstehen zwangsläufig Konflikte mit den bestehenden gesellschaftlichen bzw. staatlichen Strukturen. In Deutschland zeichnen sich bislang vor allem zwei Konfliktfelder ab, bei denen Private Equity die Handlungsfähigkeit des Staates einschränkt.

Erstens müssen die Aktivitäten von Private Equity im Rahmen der öffentlichen Debatte um die systematische Steuervermeidung der internationalen Großkonzerne gesehen werden. In dieser Debatte wird dem Archipel der Steueroasen, das zwischen den Start- und Zielpunkten dieser Finanzflüsse vermittelt, zu Recht eine entscheidende Helferrolle zugeschrieben. Von genau diesen Mechanismen profitiert auch der überwiegende Teil der in Deutschland getätigten Private Equity-Investments (**Punkt i**). Dabei wird von den Finanzinvestoren häufig eine ganze Kette an Zweckgesellschaften aufgebaut, die in unterschiedlichen Offshore-Finanzzentren angesiedelt sind, um die Interessen an Steuervermeidung und Transparenzvermeidung sowohl der Fonds-Investoren wie der Private Equity-Manager zu bedienen. Angesichts der realisierten Fonds-Gewinne (**Punkt h**) liegt es auf der Hand, dass dem Staat auch durch diesen Akteurstyp erhebliche Steuermittel entgehen – verglichen mit dem Zustand vor der Private Equity-Übernahme. Die

gegenwärtigen internationalen Bemühungen für eine höhere Transparenz bei den realen Steuerzahlungen und für eine Homogenisierung von Steuersätzen wären auch mit Blick auf Private Equity voranzutreiben.

Zweitens bahnt sich aktuell eine weitere Einschränkung der staatlichen Handlungsfähigkeit im Bereich der öffentlichen Daseinsfürsorge an. Bislang haben Finanzinvestoren in Deutschland diejenigen Unternehmen, die Güter und Dienstleistungen der Grundversorgung herstellen, nur ausnahmsweise erworben bzw. erwerben können (z. B. die Autobahnraststätten im Jahr 1998). Mit der Öffnung von weiten Bereichen des Gesundheitssektors (**Punkt b**) zeichnet sich nun ein erster gewichtiger Bereich ab, in dem dies möglich geworden ist. Die konkreten Folgen in den Einrichtungen der Patientenversorgung sind bislang noch nicht untersucht. Aber allein das rasante Größenwachstum der neuen Pflege-Konzerne und Facharzt-Ketten macht deutlich, dass es hier um eine Neuordnung der Branchen- und Wertschöpfungsstrukturen geht. Wenn die Marktanteile in einigen Jahren neu verteilt sind, wird die Solidargemeinschaft der Krankenversicherten mit einer neuen, handlungsstarken Akteursgruppe konfrontiert sein. Es erscheint daher dringend erforderlich, den aktuellen Eingriff von Finanzinvestoren in den Gesundheitssektor wieder zu unterbinden.

## LITERATUR

**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].

**Bamberg, Florian (2017c):** Bain und Cinven nehmen 2,6-Milliarden-Kredit für Stada auf. In: Finance-Magazin vom 11.4.2017. Online verfügbar unter: <http://www.finance-magazin.de/geld-liquiditaet/kredite-und-anleihen/bain-und-cinven-nehmen-26-milliarden-kredit-fuer-stada-auf-1400991/> [12.4.2017].

**Bayer, Walter (2015):** Mitbestimmungsvermeidung in Deutschland. Hektographiertes Manuskript. Jena.

**Bayer, Walter/Hoffmann, Thomas (2015):** Gesetzeswidrige Mitbestimmungslücken bei der GmbH, in: GmbHR – GmbH-Rundschau 17/2015, S. 909–918.

**BVK (2018):** Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (Hg.): BVK-Statistik: Das Jahr in Zahlen 2017. (Excel-Datei). Online verfügbar unter: [https://www.bvkap.de/sites/default/files/page/2017\\_bvk-statistik\\_2010-2017\\_26022018.xlsx](https://www.bvkap.de/sites/default/files/page/2017_bvk-statistik_2010-2017_26022018.xlsx) [23.7.2018].

**Cumming, Douglas (Hg.) (2012):** The Oxford Handbook of Private Equity. Oxford.

**Ehrenstein, Irene (2017):** Entwicklung mitbestimmter Unternehmen seit 1977. In: Mitbestimmung.de Online verfügbar unter: <https://www.mitbestimmung.de/html/entwicklung-der-anzahl-der-mitbestimmten-550.html> [12.11.2018].

**EY (Hg.) (2017):** Private Equity. Der Transaktionsmarkt in Deutschland – 2. Halbjahr 2017. Online verfügbar unter: [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-private-equity-der-transaktionsmarkt-in-deutschland-2-halbjahr-2017/\\$FILE/ey-private-equity-der-transaktionsmarkt-in-deutschland-2-halbjahr-2017.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-private-equity-der-transaktionsmarkt-in-deutschland-2-halbjahr-2017/$FILE/ey-private-equity-der-transaktionsmarkt-in-deutschland-2-halbjahr-2017.pdf) [26.07.2018].

**Finance-Magazin (2017):** Schwerpunktbranche Transport, Logistik und Touristik: Verkäufer profitieren von Bewertungen auf Langzeithoch. In: FINANCE Magazin, November/Dezember, S. 88–89.

**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.

**Fröndhoff, Bert, (2017):** Tiefe Taschen sind gefragt. In: Handelsblatt.com vom 10.04.2017, online verfügbar unter: <http://www.handelsblatt.com/my/unternehmen/industrie/stada-tiefetaschen-sind-gefragt/19655318.html> [13.03.2019].

**Garbs, Holger (2017):** Ist schon wieder Blase? In: VentureCapital Magazin, Nr. 11, S. 34–35.

**Garcia-Bernardo, Javier/Fichtner, Jan/Takes, Frank W. und Eelke M. Heemskerk (2017):** Uncovering Offshore Financial Centers: Conduits and Sinks in the Global Corporate Ownership Network, Scientific Reports 7, article 6246, online verfügbar unter: doi: 10.1038/s41598-017-06322-9

**Gilligan, John/Wright, Mike (2014):** Private Equity Demystified: An Explanatory Guide. 3. Auflage. Online verfügbar unter <http://ssrn.com/abstract=2668066> [13.09.2017].

**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.

**Hedtstück, Michael (2018):** Bregal wird aktivster Midmarket-Investor. In: Finance-Magazin.de vom 25.1.2018. Online verfügbar unter: [https://www.finance-magazin.de/deals/private-equity-private-debt/bregal-wird-aktivster-midmarket-investor-2009081/?utm\\_source=Frankfurt+Business+Media&utm\\_medium=email&utm\\_campaign=25-01-2018+FINANCE+Daily+Newsletter%2C+25.01.2018&utm\\_content=Mailing\\_12137173](https://www.finance-magazin.de/deals/private-equity-private-debt/bregal-wird-aktivster-midmarket-investor-2009081/?utm_source=Frankfurt+Business+Media&utm_medium=email&utm_campaign=25-01-2018+FINANCE+Daily+Newsletter%2C+25.01.2018&utm_content=Mailing_12137173) [25.01.2018].

**Higson, Chris/Stucke, Rüdiger (2012):** The Performance of Private Equity. Online verfügbar unter: <http://ssrn.com/abstract=2009067> [15.09.2017].

**Hoffmann, Thomas (2016):** 40 Jahre Mitbestimmungsgesetz 1976: Schleichende Mitbestimmungserosion in Deutschland, in: AG – Die Aktiengesellschaft 11/2016, S. R167–R170.

**Hogan Lovells (2018):** Öffentliche Übernahmen in Deutschland 2017. Online verfügbar unter: [https://www.hoganlovells.com/~/\\_media/germany\\_folder-for-german-team/newsletter/public-takeovers\\_in\\_germany\\_newsletter\\_2017\\_d.pdf](https://www.hoganlovells.com/~/_media/germany_folder-for-german-team/newsletter/public-takeovers_in_germany_newsletter_2017_d.pdf) [12.07.2018]

**Hoffmann, Thomas (2016):** 40 Jahre Mitbestimmungsgesetz 1976: Schleichende Mitbestimmungserosion in Deutschland, in: AG – Die Aktiengesellschaft 11/2016, S. R167–R170.

**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.) (2018):** German Private Equity Barometer: 4. Quartal 2017. Online verfügbar unter: [https://www.bvkap.de/sites/default/files/page/gpeb\\_q4\\_2017.pdf](https://www.bvkap.de/sites/default/files/page/gpeb_q4_2017.pdf) [22.07.2018].

**Köhler, Peter (2017):** Ein Rekord jagt den nächsten. In: Handelsblatt online vom 14.11.2017, online verfügbar unter: <https://www.handelsblatt.com/finanzen/anlagestrategie/institutionelles-investment/german-private-equity-barometer-ein-rekord-jagt-den-naechsten/20575142.html?ticket=ST-1937677-qlg6Pbls5ksMcWugCBND-ap3> [22.07.2018].

**Koutoumanos, Panagiotis (2017):** Nun will Stada durchstarten. In: Frankfurter Neue Presse vom 19.8.2017

**Maier, Angela (2017):** Männer im Kaufrausch. In: manager magazin Nr. 12 vom 17.11.2017, S. 60–66.

**Phalippou, Ludovic (2014):** Performance of buyout funds revisited? In: Review of Finance 18, S. 189–218.

**Preqin (Hg.) (2018a):** 2017 Private Capital Fundraising Update. Online verfügbar unter: <http://docs.preqin.com/reports/Preqin-Private-Capital-Fundraising-Update-2017.pdf> [22.07.2018].

**Preqin (2018b):** Private Capital Horizon IRRs as at 31 Mar 2018. Online verfügbar unter: <https://www.preqin.com/Research/PE/HorizonIRRSummary.aspx> [9.11.2018].

**Preqin (2018c):** Performance & Dry Powder, in: Preqin Quarterly Update: Private Equity & Venture Capital Q3 2018, S. 11. Online verfügbar unter: <https://www.preqin.com/insights> [9.11.2018].

**PwC (2018):** PricewaterhouseCoopers (Hg.): Private Equity Trend Report 2018. The Coming of Age. Online verfügbar unter: <https://www.pwc.de/de/finanzinvestoren/private-equity-trend-report-2018.pdf> [23.07.2018].

**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 (2018):** Private Equity Monitor 2017. Die aktuelle Tätigkeit von Finanzinvestoren in Deutschland. Reihe Mitbestimmungsförderung Report, Nr. 40. Hans-Böckler-Stiftung (Hg.). Düsseldorf. Online verfügbar unter: <https://www.boeckler.de/51937.htm?produkt=HBS-006815&chunk=1&jahr=> [13.03.2019].

**Sick, Sebastian (2015):** Mitbestimmungsfeindlicheres Klima. Mitbestimmungs-Report Nr. 13. Düsseldorf.

**Smolka, Klaus Max (2017):** Finanzinvestoren bieten für Stada. In: FAZ.net vom 12.02.2017, online verfügbar unter: <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/unternehmen/pharmakonzern-stada-steht-vor-der-uebernahme-14875098.html>

**Smolka, Klaus Max (2018):** Unternehmen sind so teuer wie nie. In: faz.net vom 24.02.2018. Online verfügbar unter: [http://www.faz.net/aktuell/finanzen/die-schwierigkeit-von-private-equity-unternehmen-sind-so-teuer-wie-nie-15464774.html?printPagedArticle=true#pageIndex\\_o](http://www.faz.net/aktuell/finanzen/die-schwierigkeit-von-private-equity-unternehmen-sind-so-teuer-wie-nie-15464774.html?printPagedArticle=true#pageIndex_o) [24.02.2018].

**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.

## AUTOR

---

### Dr. Christoph Scheuplein

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



### WEITERE MITBESTIMMUNGSREPORTS

---

[www.boeckler.de/51908.htm](http://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](http://www.mitbestimmung.de)



### PRAXISWISSEN BETRIEBSVEREINBARUNGEN

---

Analysen und Gestaltungshilfen, Beispiele aus der Praxis.

[www.boeckler.de/betriebsvereinbarungen](http://www.boeckler.de/betriebsvereinbarungen)

## IMPRESSUM

---

### Herausgeber

Institut für Mitbestimmung und Unternehmensführung (I.M.U.)  
der Hans-Böckler-Stiftung

Hans-Böckler-Straße 39, 40476 Düsseldorf  
Telefon +49 (211) 77 78-172

[www.mitbestimmung.de](http://www.mitbestimmung.de)

Pressekontakt: Rainer Jung, +49 (211) 77 78-150  
[rainer-jung@boeckler.de](mailto:rainer-jung@boeckler.de)

Satz: Yuko Stier

### Redaktion

Alexander Sekanina, Leiter Referat Wirtschaft  
Abteilung Mitbestimmungsförderung  
Hans-Böckler-Stiftung, Telefon: +49 (211) 77 78-168  
[alexander-sekanina@boeckler.de](mailto:alexander-sekanina@boeckler.de)

### Ausgabe

Mitbestimmungsreport Nr. 49

ISSN 2364-0413

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

[WWW.BOECKLER.DE](http://WWW.BOECKLER.DE)