

Scheuplein, Christoph

Research Report

Private Equity Monitor: Die Aktivität von Private-Equity-Gesellschaften in Deutschland von 2012 bis 2018 in der Gesamtschau

Study der Hans-Böckler-Stiftung, No. 467

Provided in Cooperation with:

The Hans Böckler Foundation

Suggested Citation: Scheuplein, Christoph (2021) : Private Equity Monitor: Die Aktivität von Private-Equity-Gesellschaften in Deutschland von 2012 bis 2018 in der Gesamtschau, Study der Hans-Böckler-Stiftung, No. 467, ISBN 978-3-86593-384-3, Hans-Böckler-Stiftung, Düsseldorf

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/247320>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.



<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/de/legalcode>

STUDY

Study 467 · November 2021

PRIVATE EQUITY MONITOR

Die Aktivität von Private-Equity-Gesellschaften in Deutschland
von 2012 bis 2018 in der Gesamtschau

Christoph Scheuplein

Eine Veröffentlichung aus dem
Institut für Mitbestimmung und Unternehmensführung

Dieser Band erscheint als 467. Band der Reihe Study der Hans-Böckler-Stiftung. Die Reihe Study führt mit fortlaufender Zählung die Buchreihe „edition Hans-Böckler-Stiftung“ in elektronischer Form weiter.

STUDY

Study 467 · November 2021

PRIVATE EQUITY MONITOR

Die Aktivität von Private-Equity-Gesellschaften in Deutschland
von 2012 bis 2018 in der Gesamtschau

Christoph Scheuplein

© 2021 by Hans-Böckler-Stiftung
Georg-Glock-Straße 18, 40474 Düsseldorf
www.boeckler.de



„Private Equity Monitor“ von Christoph Scheuplein ist lizenziert unter **Creative Commons Attribution 4.0 (BY)**.

Diese Lizenz erlaubt unter Voraussetzung der Namensnennung des Urhebers die Bearbeitung, Vervielfältigung und Verbreitung des Materials in jedem Format oder Medium für beliebige Zwecke, auch kommerziell.

(Lizenztext: <https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/de/legalcode>)

Die Bedingungen der Creative-Commons-Lizenz gelten nur für Originalmaterial. Die Wiederverwendung von Material aus anderen Quellen (gekennzeichnet mit Quellenangabe) wie z. B. von Schaubildern, Abbildungen, Fotos und Textauszügen erfordert ggf. weitere Nutzungsgenehmigungen durch den jeweiligen Rechteinhaber.

Satz: DOPPELPUNKT, Stuttgart

ISBN: 978-3-86593-384-3

INHALT

Zusammenfassung	8
1 Einleitung	9
2 Wie Private Equity funktioniert	11
3 Methodik	14
4 Übernahmen	19
5 Mitbestimmungsvermeidung und -ignorierung	28
6 Verkäufer bei Übernahmen	30
7 Private-Equity-Gesellschaften	34
8 Fonds	40
9 Exits	49
9.1 Anzahl der Exits und Struktur der Exit-Unternehmen	49
9.2 Haltedauer der Exit-Unternehmen	54
9.3 Eigentümer nach dem Exit	55
10 Zusammenfassung und Schlussfolgerungen	60
10.1 Boom von Private Equity in den Zehnerjahren in Deutschland	60
10.2 Vom Industrie- zum Dienstleistungssektor	61
10.3 Hauptziel Gesundheitssektor	61

10.4	Platzhirsche und Gelegenheitskäufer	62
10.5	Private Equity wird europäischer	62
10.6	Fehlende Mitbestimmung	63
10.7	Spitzengewinne	63
10.8	Gewinntransfer in Steueroasen	64
10.9	Von einem Finanzinvestor zum nächsten	64
10.10	Licht ins Dunkel: Insolvenzen	65
10.11	Eigentum als Passage	65
10.12	Der Internationalisierungsschub nach dem Exit	66
Literaturverzeichnis		67
Autor		70
Abbildungsverzeichnis		
	Abbildung 1: Geschäftsmodell einer fondsbasierten Private-Equity-Gesellschaft	12
	Abbildung 2: Buyout-Unternehmen in Deutschland und ihre Beschäftigten in den Jahren 2012 bis 2018	20
	Abbildung 3: Transaktionsvolumen von Buyouts und dessen Anteil am BIP in Deutschland in den Jahren 2012 bis 2018	21
	Abbildung 4: Buyouts und deren Beschäftigte nach Branchen- gruppen in den Jahren 2012 bis 2018	25
	Abbildung 5: Beschäftigten- und Umsatzgrößenklassen der übernommenen Unternehmen	27
	Abbildung 6: Buyouts und deren Beschäftigte nach dem Eigentümertyp des Verkäufers 2012 bis 2018	30
	Abbildung 7: Übernahmen von Unternehmen in den Jahren 2013 bis 2018 in Deutschland und deren Beschäftigte nach dem rechtlichen Sitz der Fonds	47
	Abbildung 8: Buyout-Unternehmen und ihre Beschäftigten bei Exits in den Jahren 2013 bis 2018	50

Abbildung 9: Unternehmen mit einem Exit in den Jahren 2013 bis 2018 und deren Beschäftigte nach Branchengruppen	52
Abbildung 10: Unternehmen mit einem Exit in den Jahren 2013 bis 2018 nach den Beschäftigten- und Umsatzgrößenklassen	53
Abbildung 11: Unternehmen mit einem Exit in den Jahren 2013 bis 2018 und ihre Beschäftigten nach dem Eigentübertyp der Käufer	56
Abbildung 12: Unternehmen mit einem Exit (ohne Secondary Buyouts und Insolvenzen) in den Jahren 2013 bis 2018 und deren Beschäftigte nach dem Unternehmenssitz des Käufers	58

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Buyout-Unternehmen nach Branchen in den Jahren 2012 bis 2018	22
Tabelle 2: Beschäftigte der Buyouts nach den Branchen in den Jahren 2012 bis 2018	23
Tabelle 3: Unternehmen mit mehr als 2.000 Beschäftigten im Eigentum von Private Equity und ihr Beschäftigtenvolumen nach dem Status der Mitbestimmung zum Jahresende 2018	29
Tabelle 4: Die Top-20-Private-Equity-Gesellschaften auf dem deutschen Buyout-Markt in den Jahren 2012 bis 2018	38
Tabelle 5: Fonds und Fondsvolumen, die in den Jahren 2013 bis 2018 an einem Buyout in Deutschland beteiligt waren, nach Fondsvolumen-Klassen	41
Tabelle 6: Fonds nach der Spannweite der Mindestrendite (Hurdle Rate)	43
Tabelle 7: Net IRR der in Deutschland aktiven Fonds mit einem Buyout in den Jahren 2013 bis 2018 nach dem Jahr der Markteinführung (2004 bis 2016)	45
Tabelle 8: Unternehmen mit einem Exit in den Jahren 2013 bis 2018 und ihre Beschäftigten nach der Haltedauer	54

ZUSAMMENFASSUNG

- Es werden die Aktivitäten von Private-Equity-Gesellschaften in Deutschland in den Jahren 2012 bis 2018 aus arbeitnehmerorientierter Sicht dargestellt.
- In diesem Zeitraum konnten 1.505 Übernahmen („Buyouts“) von Unternehmen dokumentiert werden. Seit dem Jahr 2015 ist die Zahl der Übernahmen kontinuierlich angestiegen.
- Die Zahl der Beschäftigten ist ebenso angestiegen, aber in geringerem Tempo. Insgesamt waren rund 570.000 Inlandsbeschäftigte in den übernommenen Unternehmen tätig.
- Die wichtigste Zielbranche war der Gesundheitssektor. Dort wurden vermehrt kleinere und mittlere Unternehmen übernommen und fusioniert.
- Bei mehr als der Hälfte der Unternehmen ab 2.000 Inlandsbeschäftigten im Eigentum von Finanzinvestoren wurde die paritätische Mitbestimmung ignoriert oder vermieden.
- Rund 620 Unternehmen wechselten im Zeitraum von 2013 bis 2018 aus dem Private-Equity-Eigentum, aber eine große Zahl an Unternehmen wurde erneut an einen Finanzinvestor veräußert (42 Prozent) und zwölf Prozent der Unternehmen gingen in die Insolvenz.
- Die jährliche Rendite der in Deutschland tätigen Fonds lag in einer Spanne von 13 Prozent bis 21 Prozent, wobei die jüngeren Fonds ab dem Startjahr 2016 am oberen Ende dieser Spanne lagen.
- Die Private-Equity-Fonds waren überwiegend in Steueroasen angesiedelt, dies hat im Zeitverlauf noch zugenommen.

1 EINLEITUNG

„Private Equity“ ist eine Form der Unternehmensfinanzierung, die sich abseits der regulierten Kapitalmärkte abspielt. Daher bleibt dieser Markt für Unternehmenskontrolle häufig intransparent. Wenn es eine Marktberichterstattung gibt, dann wird sie meist aus der Perspektive von Private-Equity-Gesellschaften (oder in diesem Beitrag synonym gebraucht: Finanzinvestoren) formuliert (vgl. EY 2020; PwC 2020; BVK 2021). In dieser Studie sollen die Aktivitäten von Private-Equity-Gesellschaften aus arbeitnehmerorientierter Sicht betrachtet werden, denn Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer¹ sind durch deren operative und strategische Eingriffe in die übernommenen Unternehmen, durch die zeitliche Befristung dieser Investments und durch die meist hohen Gewinnerwartungen der Finanzinvestoren vor besondere Herausforderungen gestellt. Damit soll auch ein Instrument zur Verfügung stehen, um eine bevorstehende Unternehmensübernahme aus der Perspektive von Arbeitnehmervertreterinnen und -vertretern zu beurteilen. Im Mittelpunkt dieses Berichts stehen unter anderem die folgenden Fragen:

- Was sind die Investmentziele und wie viele Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer sind von den Übernahmen betroffen?
- Welche Typen an Private-Equity-Gesellschaften dominieren in Deutschland und was ist über ihre Finanzierungsbasis und Renditen bekannt?
- Wie lange befinden sich die Unternehmen im Eigentum eines Finanzinvestors und welche Eigentümer erhalten die Unternehmen nach deren Ausstieg?

Die vorliegende Studie führt den „Private Equity Monitor Deutschland“ (Scheuplein 2019a) fort und ergänzt ihn um einen weiteren Jahrgang, das Jahr 2018. Zugleich wurde der bisher vorliegende Datensatz vollständig neu geprüft und ergänzt. Davon waren insbesondere die frühen Jahrgänge 2012 bis 2015 betroffen. Unter anderem wurde die Abgrenzung der Private-Equity-Gesellschaften enger gefasst und z. B. öffentlich-rechtliche Private-Equity-Gesellschaften vollständig ausgeschlossen. Die wirtschaftlichen Angaben (Beschäftigte, Umsatz), die häufig erst mit einem größeren zeitlichen Abstand aus den Geschäftsberichten entnommen werden können, wurden überarbei-

¹ Anmerkungen zur geschlechtergerechten Sprache: Bei Personen werden die männliche und weibliche Form verwendet. Bei Begriffen wie „Finanzinvestor“, „Verkäufer“, „Eigentümer“ sind rechtliche Subjekte gemeint, die nicht gegendert werden.

tet. Zudem wurden einige neu entdeckte Buyouts und Exits eingeordnet, was vor allem für Insolvenzen von Unternehmen gilt (vgl. Kapitel 9). Mit diesen Änderungen und Ergänzungen können jetzt auch weitergehende Aussagen getroffen werden, z. B.:

- Bei allen Buyouts und Exits kann zwischen der Beschäftigung in Deutschland und der Beschäftigung des Gesamtunternehmens differenziert werden.
- Durch die Berücksichtigung der Insolvenzen kann das ganze Spektrum der Exits und damit auch der Haltedauern dargestellt werden.

Im Folgenden werden zunächst das Geschäftsmodell (Kapitel 2) und die Methodik (Kapitel 3) erläutert. Danach werden die Übernahmen der Jahre 2012 bis 2018 (Kapitel 4) und der Gesamtbestand an Unternehmen mit mehr als 2.000 Beschäftigten im Eigentum von Finanzinvestoren (Kapitel 5) dargestellt. Im Anschluss werden die Verkäufer von Unternehmen (Kapitel 6), die erwerbenden Finanzinvestoren (Kapitel 7) sowie die von diesen kontrollierten Fonds (Kapitel 8) betrachtet. Daraufhin wird untersucht, welche Unternehmen von Private-Equity-Gesellschaften im Zeitraum 2013 bis 2018 veräußert wurden und welche neuen Eigentümer diese Unternehmen erhielten (Kapitel 9). Am Ende werden die Ergebnisse zusammengefasst (Kapitel 10).

Abschließend sei darauf hingewiesen, dass in einer parallelen Auswertung die wirtschaftliche Entwicklung von Unternehmen für einen Zeitraum von vier Jahren nach der Übernahme durch eine Private-Equity-Gesellschaft ermittelt und mit einem Sample von nicht Private Equity geführten Unternehmen verglichen wurde (Scheuplein 2020a). Die entsprechende Studie erweitert den vorliegenden Beitrag durch den Blick auf die längerfristigen Wirkungen der Private-Equity-Eigentümerschaft.

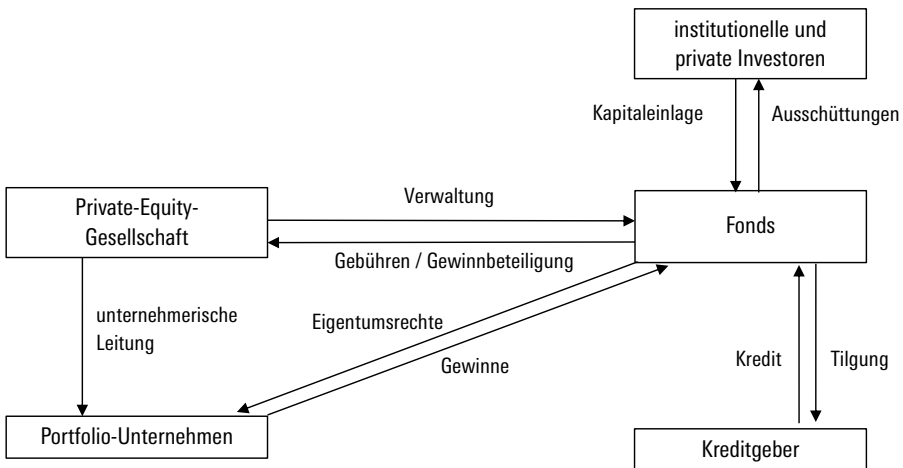
2 WIE PRIVATE EQUITY FUNKTIONIERT

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

Auch wenn jeweils nur ein kleinerer Teil an Unternehmen im Eigentum von Private Equity ist, können die Auswirkungen auf die Unternehmen und ihre Beschäftigten gravierend sein (Watt 2008; Appelbaum/Batt 2014; Amess 2018). Aus arbeitnehmerorientierter Sicht sollen hier vier Punkte hervorgehoben werden:

- 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, belasten die Bedienung der Zinsen und die Rückzahlungspflicht die Unternehmen, erhöhen ihr Insolvenzrisiko und senken somit die Arbeitsplatzsicherheit der Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer (Morgan/Nasir 2020).
- 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 Geschäfts-

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

verlauf in einer kurzfristigen Perspektive zu betrachten (Kaplan/Strömberg 2009). Unternehmen werden damit zu Waren, die immer neue Eigentümer- und Strategiewechsel durchlaufen (Scheuplein 2019b).

- Finanzinvestoren verfügen zumeist über keine spezifischen Branchenkenntnisse, die für die Weiterentwicklung des Unternehmens hilfreich sein können. Es besteht daher die Gefahr, dass sie allgemeine renditesteiigernde 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 (Sekanina 2018).
- 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 (Scheuplein 2020b).

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 vor allem 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. In dieser Studie wird Private Equity immer auf die Übernahme von etablierten Unternehmen (Buyouts) bezogen.

3 METHODIK

Die Studie 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, teils bereits erwähnten Merkmale von Private Equity werden in folgender Weise empirisch operationalisiert:

- Es werden nur Investoren berücksichtigt, für die der Geschäftsinhalt im Kauf und Verkauf von Unternehmen besteht; der Unternehmenserwerb folgt allein einer finanziellen Logik und ist befristet. 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. Es ist bei Private-Equity-Gesellschaften aber möglich, dass sie sich auf eine oder wenige Branchen spezialisieren oder dass sie mehrere branchengleiche Firmen erwerben und fusionieren („Buy-and-Build-Strategie“).
- Berücksichtigt werden nur Beteiligungen ab 25 Prozent am Unternehmenseigentum.
- Berücksichtigt werden nur Investoren, die unternehmerisch auf die Strategie und das operative Geschäft des Unternehmens Einfluss nehmen. Damit werden z. B. Hedgefonds, die in wechselnde Anlagefelder investieren, ausgegrenzt.
- Berücksichtigt werden nur Übernahmen von etablierten Unternehmen (Buyouts). Diese Einschränkung wird mit einem Mindestalter der Unternehmen von sechs Jahren umgesetzt.
- Beteiligungen am öffentlichen Kapitalmarkt werden nur berücksichtigt, wenn der Eigentumserwerb zu einem bestimmenden Einfluss des Finanzinvestors (Eigentumsanteil > 75 %) und zu einem De-Listing des Unternehmens führt.

Zeitlich wird bei den Buyouts der Zeitraum von 2012 bis 2018 betrachtet. Bei der Betrachtung der Fonds und der Exits beginnt der Zeitraum im Jahr 2013. 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 im Allgemeinen die Zahl der in Deutschland beschäftigten Personen verwendet. (In einigen Fällen konnte diese aber nicht ermittelt werden, so dass hilfswise auf die Gesamtbeschäftigten zurückgegriffen werden musste.) Bei der Darstellung der Übernahmen und Exits von Unternehmen werden die Zahlen der inländischen Beschäftigten und der Gesamtbeschäftigten parallel präsentiert, um die wirtschaftliche Größe der Gesamtunternehmen zu verdeutlichen.

Als empirische Ausgangsbasis dieser Studie dienten 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.

Da der Unternehmenswert (Enterprise Value, [siehe Kasten](#)) von den Vertragsparteien nur selten öffentlich publiziert wird, wird er in dieser Studie mit einem Schätzverfahren ermittelt. Bei der hier angewandten Multiplikator-Methode beschreibt der Multiplikator das Verhältnis 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 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 aus rund 20 Beratungsgesellschaften für Mergers and Acquisitions berechnet.

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.

Als Basis für die Unternehmensbewertung dienen in dieser Studie das Ebit und der Umsatz der Zielunternehmen. Hierzu wurden nach Möglichkeit die Daten aus den beiden Jahren vor der Transaktion herangezogen und diese gemittelt, um eventuelle Sondereinflüsse im Geschäftsjahr vor der Übernahme zu glätten. Der Unternehmenswert wird mit einer Bandbreite geschätzt, die durch die Angabe des Finance-Multiplikators mit einem maximalen und einem minimalen Wert unterstützt wird. Entsprechend werden für beide Wertgrößen (Umsatz, Ebit) jeweils ein unteres und ein oberes Transaktionsvolumen berechnet. Wo die Darstellung einfach gehalten werden muss, wird im Folgenden auf den Minimalwert zurückgegriffen, so dass eine bewusst konservative Schätzung der Transaktionsvolumina vorgelegt wird.

Die recherchierten Informationen und Schätzungen wurden in der folgenden Reihenfolge genutzt: Als erste Wahl wurde auf die veröffentlichten Kaufpreise zurückgegriffen. Die zweite Wahl bestand im berechneten Transaktionsvolumen auf der Basis eines Ebit-Multiple. Die dritte Wahl bestand in der Berechnung auf der Basis des Umsatz-Multiple. Bei den hier untersuchten Buyout-Transaktionen der Jahre 2012 bis 2018 war das Transaktionsvolumen in zehn Prozent der Fälle öffentlich bekannt und es wurde für 30 Prozent der Transaktionen über das Ebit-Multiplikator-Verfahren sowie für 55 Prozent der Transaktionen über das Umsatz-Multiplikator-Verfahren ermittelt. In knapp fünf Prozent gelang keine Ermittlung des Transaktionsvolumens.

Dieses Defizit betrifft in zwei Dritteln der Fälle die letzten beiden Jahre des Betrachtungszeitraums, in denen ein starker Anstieg der Übernahme von kleinen Unternehmen zu verzeichnen ist, für die keine Daten zum Jahresergebnis veröffentlicht 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 [Kapitel 9](#) 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 (OFZ) hilfreich waren. Es ist zu beachten, dass Unternehmen für ihren Kapitalfluss nicht nur ein Offshore-Zentrum einschalten, sondern üblicherweise eine Kette aus mehreren OFZ 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 OFZ nachgewiesen werden kann, wird diesem der Vorzug in der Darstellung gegeben, da hier die Verbindung von Private Equity zu den OFZ im Vordergrund steht. Schließlich muss darauf hingewiesen werden, dass die Transparenz der OFZ unterschiedlich ausgeprägt ist. So sind in dieser Studie z. B. keine Fonds auf den Britischen Jungferninseln, den Bahamas und Mauritius erfasst, obwohl diese wichtige OFZ darstellen (vgl. z. B. Obermayer/Obermayer 2016). Außerdem kann vermutet werden, dass die Fonds, für die Großbritannien als rechtlicher Standort identifiziert wurde, auch Standorte in OFZ haben. Es handelt sich in diesen Fällen 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 ausgewählten Kundinnen und Kunden gegenüber offenlegen, musste hier auf die Datenbank „Fund Terms“ (Preqin) zurückgegriffen werden, in denen die Konditionen für einzelne Fonds anonymisiert dargestellt sind. Da diese Fonds unter anderem durch den Typ des Fonds, das Jahr der Markteinführung (Vintage Year), das Kapitalvolumen des Fonds und die Zielländer bei Übernahmen charakterisiert sind, wurden diese Indikatoren für jeden der im Zeitraum 2013 bis 2018 aktiven Fonds erho-

ben. 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 haben sich die Net Internal Rate of Return (Net IRR) eingebürgert². 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 Marktteilnehmerinnen und -teilnehmer freiwillig und unentgeltlich berichten³. Die Validität dieser Daten wird kritisch diskutiert, die simultanen Berichte von Investoren wie auch von Fondsmanagerinnen und -managern sorgen jedoch für einen Kontrollmechanismus. Die Ertragsdaten sind immer im Kontext der jeweiligen Laufzeit der Fonds zu sehen und wurden jeweils bezogen auf den Dezember 2019 (bzw. auf das letzte verfügbare Datum) erhoben. 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).

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

3 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).

4 ÜBERNAHMEN

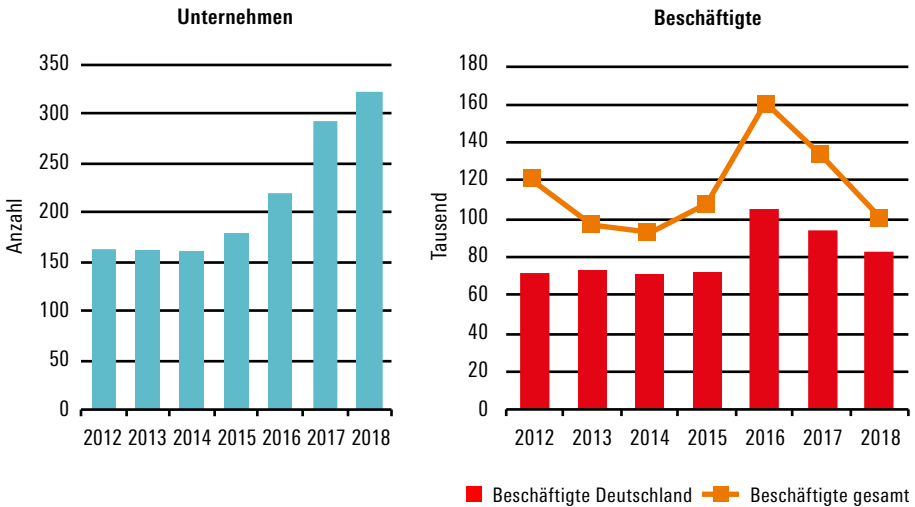
Die zentrale Voraussetzung für Unternehmensübernahmen durch Private-Equity-Gesellschaften ist eine ausreichende Kapitalbasis. Diese Voraussetzung war im hier betrachteten Zeitraum durchweg gegeben. Global wuchs die beim Fundraising eingenommene Summe ab dem Jahr 2013 kontinuierlich an bis zum Jahr 2017. Im Jahr 2018 blieb dann die eingesammelte Summe mit 628 Milliarden US-Dollar auf dem Niveau des Vorjahres (Preqin 2020: S.20). In Deutschland erreichte das Fundraising für Buyout-Fonds im Jahr 2018 einen neuen Höchststand (BVK 2020: S. 8) und auch das Fundraising-Klima bewegte sich auf einem hohen Niveau (KfW Research 2019: S. 2).

In Deutschland hat sich dies in den drei Jahren von 2012 bis 2014 in einer konstanten Private-Equity-Aktivität von 160 Übernahmen pro Jahr niederschlagen (vgl. [Abbildung 2](#)). Seit dem Jahr 2015 war ein ständiger Anstieg zu beobachten, der im Jahr 2017 besonders hoch ausfiel (plus 33%). Im Jahr 2018 wurde ein neuer Höchststand von 324 Buyouts (plus 10% gegenüber dem Vorjahr) erreicht. Einen ähnlich starken Anstieg der übernommenen Unternehmen auf dem deutschen Buyout-Markt in diesem Jahr beobachtete auch der Branchenverband BVK (BVK 2020: S.22) und die Zeitschrift Finance (2019), während die Wirtschaftsprüfer EY (2020: S.2) und PwC (2019: S.23), die sich eher auf große Unternehmen fokussieren, von einer Seitwärtsbewegung auf sehr hohem Niveau berichteten.

Gleichzeitig war jedoch ab dem Jahr 2017 ein Trend zum Kauf von kleineren Unternehmen zu beobachten. So belief sich die Zahl der Beschäftigten in den Zielunternehmen während der Jahre 2012 bis 2015 auf rund 71.000 bis 73.000 und stieg dann mit den vermehrten Buyouts im Jahr 2016 auf 103.000. In den Jahren 2017 und 2018 fiel jedoch die Zahl der Beschäftigten in den übernommenen Unternehmen und erreichte 83.000 Beschäftigte im Jahr 2018 ([Abbildung 2](#)). Damit sank auch der Anteil der Beschäftigten in den Buyout-Unternehmen an der Gesamtzahl der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten und betrug im Jahr 2018 noch 0,25 Prozent.

Dies hatte auch Auswirkungen auf die durchschnittliche Beschäftigtengröße der erworbenen Unternehmen. Sie lag in den Jahren 2012 bis 2013 zwischen 430 und 450 Beschäftigten und verringerte sich dann deutlich – mit der Ausnahme des Jahres 2016. Im Jahr 2018 waren durchschnittlich noch 256 Personen in Deutschland in den Unternehmen tätig.

Buyout-Unternehmen in Deutschland und ihre Beschäftigten in den Jahren 2012 bis 2018



Quelle: eigene Darstellung auf Basis von Preqin, Zephyr und Dafne/Bureau van Dijk, Majunke Consulting und eigenen Recherchen (n=1.505 Unternehmen)

Der oben erwähnte Anlagedruck durch ein wachsendes Kapitalvolumen in den Private-Equity-Fonds drückte sich im Betrachtungszeitraum anhand steigender Preise auf dem Markt für Unternehmenskontrolle aus (Argus Wityu 2020; vgl. Garbs 2017 und Eich 2019). Auch aus der Sicht der Private-Equity-Manager auf dem deutschen Markt stiegen die Einstiegspreise bei Buyouts bis zum Jahr 2018 an (KfW-Research 2019: S. 2).

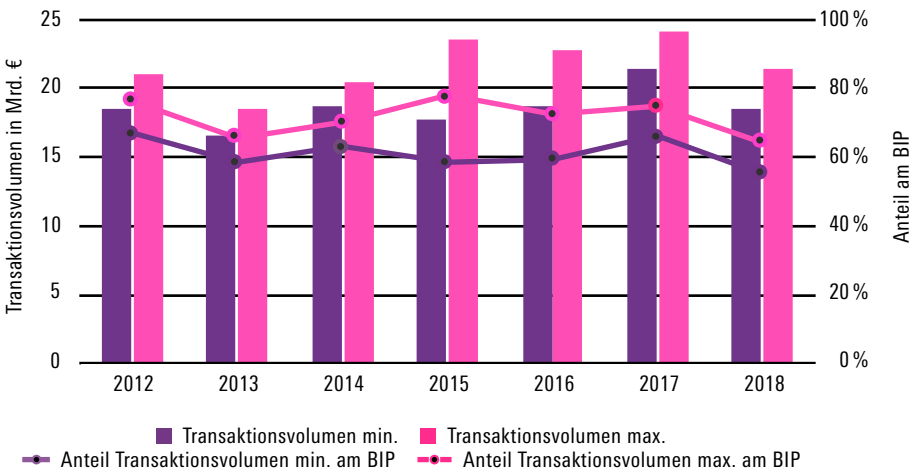
Das Transaktionsvolumen lag im Zeitraum 2012 bis 2018 immer in einer Spanne zwischen 18 Milliarden Euro (Minimum-Multiplikator) und 24 Milliarden Euro (Maximum-Multiplikator). Dabei zeigte die Entwicklung in den Jahren 2015 bis 2017 eine Aufwärtsentwicklung, die aber im Jahr 2018 unterbrochen wurde (Abbildung 3). Im Jahr 2018 verringerte sich das Transaktionsvolumen vielmehr auf eine Spannweite von 18,4 Milliarden Euro bis 21,5 Milliarden Euro. Es sei angemerkt, dass sich die Zunahme an Buyouts z. B. im Jahr 2018 nicht automatisch im Transaktionsvolumen abbildet, da bei kleinen Unternehmen teilweise keine Zahlen zum Ebit oder zum Umsatz vorliegen, so dass das Transaktionsvolumen nicht geschätzt werden kann.

Der Anteil am Bruttoinlandsprodukt lag im Betrachtungszeitraum durchschnittlich zwischen 0,61 Prozent (Minimum-Multiplikator) und 0,71 Prozent (Maximum-Multiplikator). Dabei war in den Jahren 2015 bis 2017 eher eine Aufwärtsbewegung zu verzeichnen. Parallel zum sinkenden Transaktionsvolumen im Jahr 2018 fiel auch der Anteil am Bruttoinlandsprodukt gegenüber dem Vorjahr ab und lag zwischen 0,55 Prozent und 0,64 Prozent.

Finanzinvestoren übernehmen üblicherweise einen großen Eigentumsanteil an den Unternehmen, um ihre Strategien ohne Widerstände umsetzen zu können. Dies trifft auch auf die deutschen Unternehmen zu, die ganz überwiegend (87%) mit einem Anteil von mindestens 75 Prozent übernommen worden sind. Bei weiteren neun Prozent der Unternehmen lag der Anteil zwischen 50 Prozent und 75 Prozent und bei den restlichen vier Prozent der Unternehmen zwischen 25 Prozent und 50 Prozent. Dabei ist der Anteil der starken Kontrollrechte mit mehr als 75 Prozent im Zeitverlauf noch gewachsen. Betrug er im Jahr 2012 83 Prozent, so erreichte er in den Jahren 2017 und 2018 Werte um die 90 Prozent. Umgekehrt erreichten in diesen

Abbildung 3

Transaktionsvolumen von Buyouts und dessen Anteil am BIP in Deutschland in den Jahren 2012 bis 2018



Quelle: eigene Darstellung auf Basis eigener Berechnungen und Daten des Statistischen Bundesamtes
Anmerkung: n=1.434 Unternehmen

beiden Jahren die Unternehmen mit Anteilen von weniger als 50 Prozent ihre geringsten Werte (1% bis 1,5%).

Private-Equity-Investoren sind in vielen Branchen aktiv und ihr Investitionsverhalten unterliegt dabei Moden und Konjunkturfleüssen. Im Rahmen des Private-Equity-Monitors werden 17 Branchen unterschieden, von denen in [Tabelle 1](#) alle Branchen mit einem Anteil von mindestens fünf Prozent an den Übernahmen im Zeitraum 2012 bis 2018 in Deutschland dargestellt sind.

Tabelle 1

Buyout-Unternehmen nach Branchen in den Jahren 2012 bis 2018 (in Prozent)

Rang	Branche	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Durchschnitt 2012– 2018
1	Gesundheit	2	9	6	11	7	23	29	15
2	Maschinen-/ Anlagenbau	10	16	14	11	6	10	10	11
3	Software/IT/Internet	4	12	7	10	13	14	11	11
4	Traditionelle Industrien	12	10	6	9	13	10	6	9
5	Chemie/Kunststoff	13	7	9	11	10	4	7	8
6	Fahrzeugbau	12	9	7	6	8	6	5	7
7	Elektrotechnik/ Elektronik	10	8	9	5	10	4	5	7
8	Handel	5	2	7	13	6	3	6	6
9	Pharma/ Medizintechnik	8	3	9	4	6	4	4	5
	andere 8 Branchen	25	23	26	18	21	21	19	22
	Summe	100	100	100	100	100	100	100	100

Quelle: eigene Darstellung auf Basis von Preqin, Zephyr und Dafne/Bureau van Dijk, Majunke Consulting und eigenen Recherchen.

Anmerkung: Selbständig aufgeführt werden alle Branchen mit einem Anteil von mindestens fünf Prozent an der Gesamtzahl der Buyouts. n=1.505 Buyouts von Unternehmen

Die Branchen mit den häufigsten Buyouts waren Gesundheit (15%), Maschinen- und Anlagebau sowie Software, IT und Internet (je 11%). Dabei hatten die Branchen Maschinen- und Anlagenbau sowie Software, IT und Internet in den meisten der sieben Jahre des Betrachtungszeitraums einen regelmäßigen Anteil von zehn Prozent und mehr an den Übernahmen, während die Branche Gesundheit erst in den letzten beiden Jahren hohe Werte erzielte. Im Jahr 2018 lag der Gesundheitssektor mit einem Anteil von 29 Prozent weit vor allen anderen Branchen. Auch die beiden nachfolgenden Branchen, die Traditionellen Industrien (9%) und die Chemie- und Kunststoff-Industrie (8%) zeichneten sich durch eine eher kontinuierliche Übernahmeaktivität aus.

Tabelle 2 zeigt die Entwicklung der Branchen nach der Zahl der Beschäftigten bei den Buyouts. Wiederum werden nur die Branchen mit einem An-

Tabelle 2

Beschäftigte der Buyouts nach den Branchen in den Jahren 2012 bis 2018 (in Prozent)

Rang	Branche	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Durchschnitt 2012– 2018
1	Gesundheit	1	12	16	14	11	35	35	18
2	Handel	15	9	18	22	8	4	14	12
3	Transport/Logistik	11	8	13	8	16	13	7	11
4	Traditionelle Industrien	14	5	7	8	7	9	5	8
5	Fahrzeugbau	11	10	4	3	14	6	4	8
6	Maschinen-/Anlagenbau	8	8	11	6	3	4	8	7
7	Chemie/Kunststoff	8	8	6	8	7	4	6	6
8	Bau/Handwerk	0	16	3	2	11	3	1	5
	andere 9 Branchen	33	25	23	29	22	21	22	25
	Summe	100	100	100	100	100	100	100	100

Quelle: eigene Darstellung auf Basis von Preqin, Zephyr und Dafne/Bureau van Dijk, Majunke Consulting und eigenen Recherchen

Anmerkung: Selbständig aufgeführt werden alle Branchen mit einem Anteil von mindestens fünf Prozent an der Gesamtzahl der Beschäftigten in den Buyout-Unternehmen. n=570.000 Beschäftigte

teil von mindestens fünf Prozent an den Gesamtbeschäftigten aufgeführt. Auch hier ist die Gesundheitsbranche in der Folge der hohen Beschäftigtenzahlen von je 35 Prozent in den Jahren 2017 und 2018 auf dem Spitzenplatz zu finden. Auch bei den zweitplatzierten Branchen Handel (12%) und Transport/Logistik ist eine unregelmäßige Entwicklung der Beschäftigtenzahlen zu sehen. (Für das hohe Beschäftigtenvolumen der Branche Transport/Logistik in den Jahren 2016 und 2017 war relevant, dass die Zeitarbeitsbranche hierzu gezählt wird.) Auffällig ist, dass diese beiden Branchen sich weit vorne platzieren konnten, obwohl sie geringere Zahlen an Buyouts auf sich vereinigten. Dabei weisen die danach folgenden Branchen der Traditionellen Industrien (8%), Fahrzeugbau (8%) und Maschinen- und Anlagenbau (7%) eher stabile Anteile an den Beschäftigtenzahlen auf und sind auch nach der Zahl der Buyouts in den oberen Rängen.

Die verwandten Branchen wurden zusätzlich in vier Bereiche gruppiert (vgl. [Abbildung 4](#)). Hierzu wurden die vier export- und innovationsstarken Branchen der deutschen Industrie, d. h. Chemie und Kunststoff, Elektrotechnik und Elektronik, Fahrzeugbau sowie Maschinen- und Anlagenbau, zum Industriellen Kernsektor aggregiert. In diesem Sektor wurden im Gesamtzeitraum die meisten Buyouts getätigt (33%). Seine Bedeutung nahm im Zeitverlauf jedoch ab – von 40 Prozent aller Buyouts zu Beginn der Betrachtung im Jahr 2012 auf 26 Prozent im Jahr 2018.

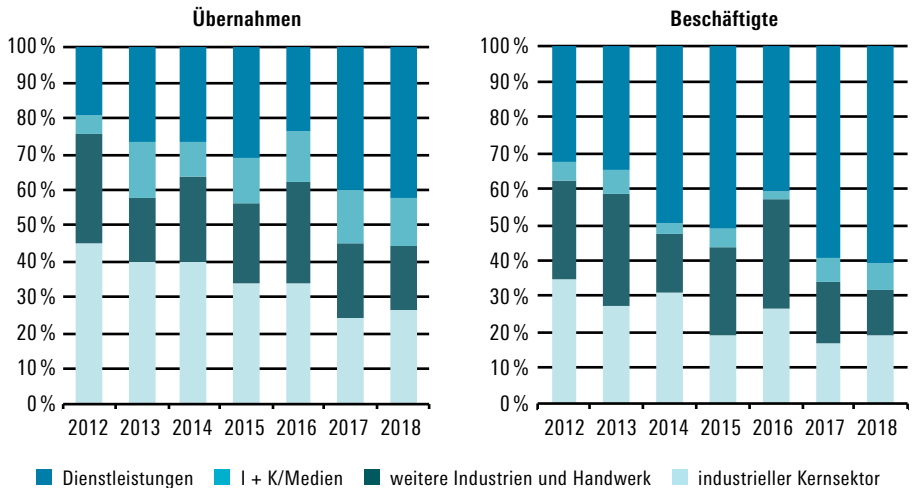
Ein zweiter Sektor umfasst die Dienstleistungsbranchen (Handel, Transport/Logistik, Gesundheit, höherwertige Dienstleistungen und Finanzdienstleistungen). Hier wurden die zweitmeisten Buyouts getätigt (32%) und es kam zu einer expansiven Entwicklung. So entfielen im Jahr 2018 43 Prozent aller Übernahmen auf diesen Bereich, wobei diese Dynamik stark auf die Gesundheitsbranche zurückgeht. Die weiteren Industrien (Traditionelle Industrien, Metallgewinnung, Pharma/Medizintechnik, Bau/Handwerk sowie Energie/Umwelt) waren das Ziel von 23 Prozent der Buyouts. In der zeitlichen Entwicklung ist für sie ein Bedeutungsverlust auszumachen. So stammten im Jahr 2012 30 Prozent und im Jahr 2018 18 Prozent der Unternehmen aus diesem Sektor. Allerdings unterlag der Sektor aufgrund der heterogenen Zusammensetzung auch unterschiedlichen Ausschlägen. Im vierten Sektor IK/Medien sind die Branchen Medien, Software/IT/Internet und Telekommunikation zusammengefasst. Hier fanden die wenigsten Übernahmen statt (13%), wobei die Branche Software/IT/Internet dominierte und es zu einer eher kontinuierlichen Übernahmeaktivität kam.

Wird die Beschäftigtenentwicklung auf der Ebene der vier genannten Bereiche betrachtet, dann verschiebt sich das Bild in drei Punkten. Erstens, die

Dienstleistungsbranche war im Gesamtzeitraum der mit Abstand beschäftigungsintensivste Sektor (47%). Diese Dominanz hat im Zeitablauf noch zugenommen, so hat dieser Bereich in den Jahren 2017 und 2018 Werte um die 60 Prozent an den Beschäftigten erzielt. Zweitens, der Industrielle Kernsektor (25%) ist entsprechend nur auf dem zweiten Platz der Gesamtbeschäftigten vertreten. Dabei lag sein Anteil an den Beschäftigten (35%) im Jahr 2012 schon deutlich niedriger als sein Anteil an den Übernahmen, der nachfolgende Anteilsverlust im Zeitablauf verlief jedoch ähnlich wie bei den Übernahmen. Im Jahr 2019 befanden sich noch 19 Prozent der Beschäftigten in einem übernommenen Unternehmen des Industriellen Kernsektors. Drittens, im Sektor IK/Medien waren nur fünf Prozent aller Gesamtbeschäftigten vertreten, sein Anteil fällt somit noch einmal deutlich kleiner aus als nach der Zahl der Buyouts. Der Anteil des Bereichs Weitere Industrien und Handwerk im Gesamtzeitraum war nach der Zahl der Beschäftigten (23%) dagegen exakt so hoch wie nach der Zahl der Buyouts. Hier zeigte sich ebenfalls eine ähnliche Verringerungstendenz wie bei der Entwicklung der Übernahmen.

Abbildung 4

Buyouts und deren Beschäftigte nach Branchengruppen in den Jahren 2012 bis 2018



Quelle: eigene Darstellung auf Basis von Preqin, Zephyr und Dafne/Bureau van Dijk, Majunke Consulting und eigenen Recherchen

Anmerkung: n=1.505 Unternehmen

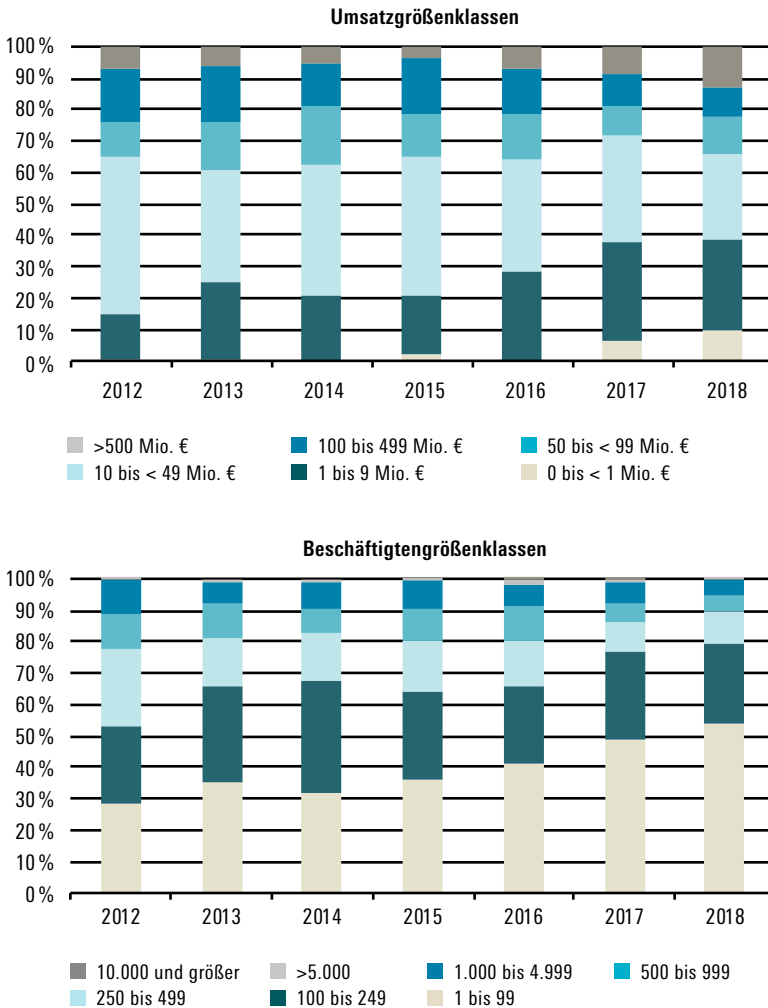
Oben wurde bereits die sinkende durchschnittliche Beschäftigtengröße der Buyouts angesprochen. Wie verteilt sich dieser Trend auf die Beschäftigtengrößenklassen? In [Abbildung 5](#) sind die Unternehmen nach sechs Beschäftigtenklassen differenziert. Die Klasse mit dem größten Anteil im Gesamtzeitraum (42%) ist die kleinste Klasse mit maximal 99 Beschäftigten. Zu Beginn des Zeitraums im Jahr 2012 lag ihr Anteil noch bei 29 Prozent und der Abstand zu den beiden nachfolgenden Klassen war gering. Bis zum Jahr 2018 hat sich der Anteil der kleinsten Beschäftigtenklasse dagegen auf 54 Prozent ausgedehnt. Auf die zweithäufigste Klasse (100 bis 249 Beschäftigte) entfielen insgesamt 28 Prozent der Übernahmen, hier blieb der Anteil an der Übernahmeaktivität stabiler. Für die darüber liegenden vier Klassen ab 250 Beschäftigten gilt: Sie haben sich nach der absoluten Zahl an Beschäftigten im Zeitverlauf insgesamt auf einem ähnlichen Niveau entwickelt, ihr relativer Anteil fiel jedoch durch die vermehrten Übernahmen der kleinen Unternehmen. So wurden in den beiden Klassen ab 5.000 Beschäftigten insgesamt 14 Übernahmen getätigt, wobei jeweils ein bis zwei Buyouts pro Jahr stattfanden (mit Ausnahme des Jahres 2016 mit vier Übernahmen).

Auch wenn der relative Anteil der oberen Beschäftigtenklasse gering ist, stellen sie das größte Beschäftigtenvolumen dar. So entfielen die meisten Beschäftigten (37%) auf die Klasse mit 1.000 bis 4.999 Beschäftigte und weitere je 15 Prozent auf die beiden Klassen mit 500 bis 999 Beschäftigte bzw. mit 5.000 bis 9.999 Beschäftigten.

Für den Umsatz wurden parallel sechs Klassen unterschieden ([Abbildung 5](#)). Hier lässt sich ein ähnlicher Anteilsgewinn der kleinen Unternehmen nachvollziehen. Während die beiden kleinsten Umsatzklassen im Jahr 2016 rund 20 Prozent der übernommenen Unternehmen stellten, verdoppelte sich ihr Anteil bis zum Jahr 2018 auf 39 Prozent. Die zahlenmäßig am stärksten vertretene Unternehmensgrößenklasse war jene mit einem Umsatz von 10 bis 49 Millionen Euro (36%), deren Gewicht aber im betrachteten Zeitraum signifikant von 49 Prozent im Jahr 2012 auf 27 Prozent im Jahr 2018 schrumpfte. Die Klasse mit den größten Umsätzen (> 500 Millionen Euro) konnte ihren Anteil in den Jahren 2016 bis 2018 dagegen steigern. Während im Gesamtzeitraum acht Prozent der Unternehmen in dieser Klasse angesiedelt waren, zählten im Jahr 2018 immerhin 13 Prozent der Unternehmen zu dieser Klasse. Die Unternehmen dieser Klasse vereinigten mit 44 Prozent auch den größten Anteil der Umsätze auf sich, gefolgt von der zweitgrößten Klasse (100–499 Millionen Euro) mit 33 Prozent. Die vier kleineren Klassen mit einem Umsatz unter 100 Millionen Euro stehen entsprechend nur für 23 Prozent des Umsatzes.

Abbildung 5

Beschäftigten- und Umsatzgrößenklassen der übernommenen Unternehmen



Quelle: eigene Darstellung auf Basis von Preqin, Zephyr und Dafne/Bureau van Dijk, Majunke Consulting und eigenen Recherchen

Anmerkung: n=1.497 Unternehmen bei den Umsatzklassen und n=1.505 Unternehmen bei den Beschäftigtenklassen

5 MITBESTIMMUNGSVERMEIDUNG UND -IGNORIERUNG

Seit den 2000er Jahren hat die Praxis, gesetzliche Regeln zur paritätischen Besetzung von Aufsichtsräten auszuhebeln, zugenommen (Sick 2020: S. 13). Die Zahl der Unternehmen mit mehr als 2.000 Beschäftigten, die in Deutschland der paritätischen Mitbestimmung unterliegen, ist in den Jahren 2002 bis 2014 kontinuierlich zurückgegangen. Seitdem hat wieder eine leichte Aufwärtsentwicklung eingesetzt und im Jahr 2019 wurden 652 paritätisch mitbestimmte Aufsichtsräte gezählt (Emmler/Misterek 2020: S. 13). Die Absenkung war weniger auf einen Rückgang der inländischen Beschäftigung zurückzuführen, sondern ging stärker mit Strategien der Unternehmensleitung zur Umgehung der mitbestimmungsrechtlichen Vorgaben einher (Sick 2015; Bayer/Hoffmann 2015). In dieser Studie wurde für die Unternehmen mit mehr als 2.000 Beschäftigten in Deutschland, die im Zeitraum der Jahre 2006 bis 2018 von Private Equity übernommen worden waren, überprüft, ob sie sich zum Jahresende 2018 weiter im Private-Equity-Eigentum befunden haben. Es konnten insgesamt 37 Unternehmen im Eigentum identifiziert werden. Der Status der Mitbestimmung dieser Unternehmen wurde in Anlehnung an Hoffmann (2016) in vier Kategorien unterschieden:

- Das Unternehmen ist paritätisch mitbestimmt im Sinne des Mitbestimmungsgesetzes 1976.
- Das Unternehmen ist von den Regelungen des Mitbestimmungsgesetzes 1976 ausgenommen, z. B. weil es sich um einen Tendenzbetrieb handelt.
- Die Mitbestimmung wird vermieden oder (z. B. durch Nutzung einer KGaA) nur in abgeschwächter Form angewandt (Mitbestimmungsvermeidung bzw. Mitbestimmungsreduzierung).
- Die gesetzlichen Bestimmungen der Mitbestimmung werden durch die Unternehmensleitung trotz abstrakter Mitbestimmungspflicht (Soll-Mitbestimmung) nicht angewandt (Mitbestimmungsignorierung).

Die Verteilung zwischen den Status-Kategorien hatte sich Ende des Jahres 2018 gegenüber dem Vorjahr kaum verändert (Tabelle 3). In 17 Unternehmen (46%) wurde die paritätische Mitbestimmung praktiziert. Dagegen wurde in weiteren 17 Unternehmen die gesetzliche Vorgabe offenbar ignoriert und in drei Unternehmen (8%) wurde die Mitbestimmung in Folge der rechtlichen Ausgestaltung vermieden, z. B. durch die Einschaltung einer Hol-

Tabelle 3

Unternehmen mit mehr als 2.000 Beschäftigten im Eigentum von Private Equity und ihr Beschäftigtenvolumen nach dem Status der Mitbestimmung zum Jahresende 2018

Status der Mitbestimmung	Unternehmen		Beschäftigte	
	Anzahl	Anteil	in 1000	Anteil
Paritätisch mitbestimmt	17	46%	97	48%
Ignorierung der Mitbestimmung	17	46%	79	39%
Vermeidung der Mitbestimmung	3	8%	28	14%
Summe	37	100%	205	100%

Quelle: eigene Darstellung auf Basis von Dafne/Bureau van Dijk, Deal News/Majunke Consulting, Preqin, eigenen Recherchen und Angaben von Bayer/Hoffmann 2015

ding in der Form einer Societas Europaea. Damit waren mehr als die Hälfte aller Unternehmen (54%) der paritätischen Mitbestimmung entzogen, dies betraf knapp 107.000 inländisch beschäftigte Personen, d. h. gut 52 Prozent der Beschäftigten in den erfassten 37 Unternehmen. Ein Vergleichsmaßstab wäre hier die Aufstellung der mitbestimmungsvermeidenden sowie -ignorierenden Unternehmen in Deutschland, die der Zahl der mitbestimmten Unternehmen gegenübergestellt werden kann (Sick 2020: S. 13 f.). Demnach betrug der Anteil der Mitbestimmungsvermeidung und -ignorierung 47 Prozent, d. h. dieser Tatbestand ist unter den Unternehmen mit Private-Equity-Eigentümern noch leicht stärker ausgeprägt.

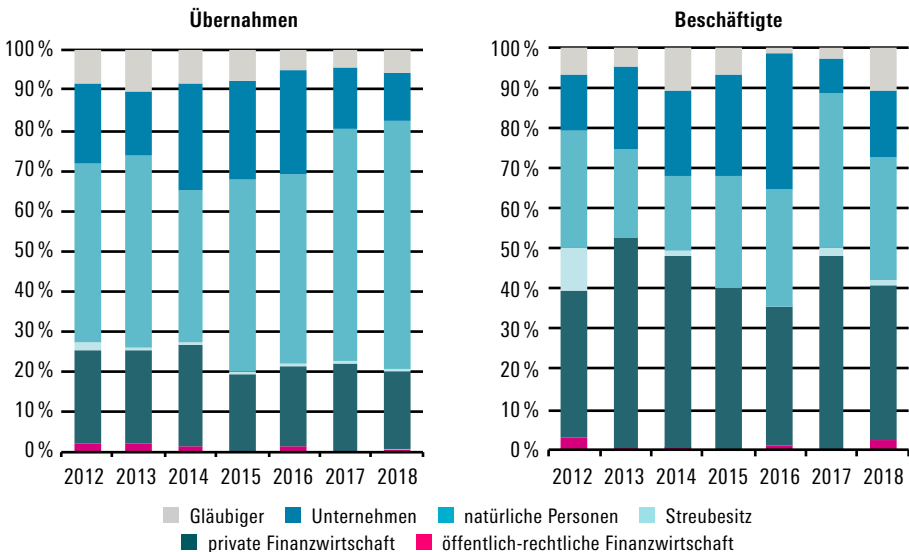
Es sei darauf hingewiesen, dass hier nur die formal-rechtliche Seite der Mitbestimmungs-Institutionen dargestellt wurde. Zu den Auswirkungen von Private Equity auf die Praxis der Mitbestimmung gibt es eine kritische, wenn auch nicht umfangreiche Diskussion (Haves/Vitols/Wittke 2014; Sekanina 2018; Clark 2018). Jüngere Forschungsergebnisse deuten darauf hin, dass die Private-Equity-Gesellschaften in die gewachsenen Entscheidungsstrukturen der Unternehmen eingreifen und die informelle Interaktion der Unternehmensleitungen mit den Arbeitnehmervertretern verringern (Scheuplein 2020b).

6 VERKÄUFER BEI ÜBERNAHMEN

Der Angebotsmangel auf dem Markt für Unternehmenskontrolle hat in den vergangenen Jahren zu einem stärkeren Wettbewerb mit anderen Käufern geführt. Im Gesamtzeitraum von 2012 bis 2018 waren natürliche Personen, z. B. Unternehmer vor der Pensionsgrenze oder Erbgemeinschaften mit einem Anteil von 51 Prozent die wichtigste Quelle für Übernahmen (Abbildung 6). Dahinter belegten Private-Equity-Gesellschaften mit 21 Prozent den zweiten Platz, gefolgt von strategischen Unternehmen (19%). Der vierte relevante Einkaufskanal war die Insolvenz von Unternehmen (7%), während Übernahmen an der Börse und von öffentlich-rechtlichen Eigentümern (Privatisierungen) nur jeweils ein Prozent der Übernahmen betrogen.

Abbildung 6

Buyouts und deren Beschäftigte nach dem Eigentümeryp des Verkäufers 2012 bis 2018



Quelle: Quelle: eigene Darstellung auf Basis von Preqin, Zephyr und Dafne/Bureau van Dijk, Majunke Consulting und eigenen Recherchen

Anmerkung: n=1.505 Unternehmen

Bezieht man das Beschäftigtenvolumen der übernommenen Unternehmen mit ein, dann verschieben sich die Anteile: Die wichtigsten Verkäufertypen waren Private-Equity-Gesellschaften (42%), gefolgt von natürlichen Personen (28%) sowie strategischen Unternehmen (20%). Die insolventen Unternehmen (sechs Prozent), die börsennotierten Unternehmen (2%) und die öffentlichen Unternehmen (1%) verfügten dagegen über ähnliche Anteile wie nach der Zahl der Übernahmen.

Die starke Position der Käufe von anderen Private-Equity-Gesellschaften, d. h. die sogenannten Secondary Buyouts (vgl. **Kasten**) ab den Jahren 2012/13, war eine neue Entwicklung nach der Finanzkrise 2008/09 (vgl. Scheuplein/Teetz 2017: S. 40; Hammer u. a. 2019: S. 95). Seit dem damaligen Boom von Secondary Buyouts zieht sich deren hoher Anteil durch den gesamten Betrachtungszeitraum. Dabei fielen jedoch die Anteilsverluste bei der Zahl der Buyouts in den Jahren 2015 und 2018 etwas stärker aus als die Gewinne in den Jahren 2014 und 2017, so dass ihr Anteil im Jahr 2018 um vier Prozent niedriger lag als im Jahr 2012. In umgekehrter Weise haben die Beschäftigtenzahlen in den Jahren 2013 und 2017 etwas stärker zugenommen als sie in den anderen Jahren abgenommen haben, so dass sich der Beschäftigtenanteil um ein Prozent erhöht hat.

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.

Der zweite wichtige Trend war der Bedeutungsgewinn der natürlichen Personen als Verkäufer. So wurden die höchsten Werte mit 58 Prozent bzw. 61 Prozent in den letzten beiden Jahren des Betrachtungszeitraums erreicht. Auch nach dem Beschäftigtenvolumen wurden die beiden höchsten Werte in den letzten beiden Jahren erreicht, wobei der Rekordwert im Jahr 2017 (38%) lag und im Jahr 2018 auf 31 Prozent abfiel. Diese Verkäufe durch natürliche Personen korrelieren mit der Zunahme an kleineren Unternehmen sowie sektoral mit der Zunahme der Buyouts in der Gesundheitsbranche. Das heißt, es waren vor allem Eigentümer von Pflegeheimen, Arztpraxen oder Laboren, die den Anstieg der Buyouts in diesen beiden Jahren antrieben

und die fast allesamt aus der Hand von Privatpersonen veräußert wurden. Die Private-Equity-Gesellschaften setzten dabei auf die Buy-and-Build-Strategie, bei der mehrere kleinere oder mittlere Unternehmen fusioniert werden (siehe Kasten). In diesem Rahmen wurden die Privatpersonen systematisch als Verkäufer und damit als neue Quelle zum Erwerb bzw. zum Aufbau von neuen Unternehmen erschlossen.

Schließlich sei als dritter Trend noch der sinkende Erwerb von insolventen Unternehmen erwähnt. Deren Anteil sank von neun bis zehn Prozent in den Jahren 2012/13 und auf vier bis fünf Prozent in den Jahren 2017/18. Hier dürfte die allgemein in diesen Jahren gesunkene Insolvenzquote in Deutschland eine wichtige Rolle gespielt haben.

Buy-and-Build-Strategie

Bei dieser Strategie wird zuerst ein größeres Unternehmen (die Plattform) übernommen, an das dann weitere kleinere Unternehmen (Add-on) angeschlossen werden. Das wachsende Unternehmen kann Vorteile z. B. durch seine Größe, durch seine Bandbreite an Technologien oder durch seine internationale Präsenz erlangen. Häufig werden für kleinere Unternehmen geringere Kaufpreise verlangt, so dass der Einkaufspreis insgesamt sinkt. Beim Verkauf des neuen Unternehmens können dagegen höhere Preise erwartet werden. Die Buy-and-Build-Strategie setzt voraus, dass auf der Anbieterseite viele (kleinere) Unternehmen vorhanden sind und auf der Nachfrageseite nicht bereits strategische Unternehmen eine solche Marktkonsolidierung verfolgen. Die Private-Equity-Gesellschaften können bei dieser Strategie ihre Kernkompetenzen – z. B. ihre Kapitalkraft und die effiziente Akquisition von Unternehmen – ausspielen.

Private-Equity-Gesellschaften sind eine stark internationalisierte Käufergruppe, die meist Unternehmen von inländischen Verkäufern erwirbt. Dies ist auch in Deutschland der Fall, wo drei Viertel der Verkäufer von Unternehmen in den Jahren 2012 bis 2018 ihren rechtlichen Sitz im Inland hatten. Dabei ist dieser Anteil stetig angestiegen. Lag er im Jahr 2012 noch bei 65 Prozent, so erreichte er im Jahr 2017 einen Anteil von 82 Prozent (und im Jahr 2018 79 Prozent). Dieser Zuwachs folgt zu einem großen Teil aus dem oben geschilderten Anstieg von Buy-and-Build-Strategien mit den natürlichen Personen als Verkäufern. Zudem ist die Zahl der Finanzinvestoren aus Deutschland angestiegen. Dagegen hat sich der Anteil der Verkäufer aus anderen Ländern von 23 Prozent im Jahr 2012 auf 15 Prozent im Jahr 2018 verringert.

Der oben geschilderte gesunkene Kauf von insolventen Unternehmen hat außerdem dazu geführt, dass der Anteil der Verkäufer ohne ermittelbares Herkunftsland in den Jahren 2017/18 mit Werten zwischen fünf bis sechs Prozent nur noch halb so hoch lag wie in den Jahren 2012/13.

Eine stärkere Bedeutung erhält der internationale Hintergrund der Verkäufer, wenn man die Unternehmensgröße mit einbezieht. Demnach waren bei den Buyouts im Zeitraum 2012 bis 2018 rund 56 Prozent der Beschäftigten in Unternehmen mit einem deutschen Verkäufer und 37 Prozent in Unternehmen mit internationalen Eigentümern beschäftigt. Rund acht Prozent arbeiteten in Unternehmen im Eigentum von Aktionären bzw. Gläubigern – bei denen das Herkunftsland nicht ausgewiesen wird. Für die Beschäftigtenvolumina ergab sich wie bei den Unternehmenszahlen ein Anstieg der inländischen Eigentümer, wobei im Jahr 2017 mit 67 Prozent der höchste Wert erzielt wurde und dieser im Jahr 2018 mit 58 Prozent wieder geringer ausfiel.

Für dieses etwas stärkere Gewicht der internationalen Verkäufer bezogen auf den Beschäftigtenumfang sind vor allem die Verkäufer aus den Vereinigten Staaten und Großbritannien verantwortlich, d. h. aus den wichtigsten Private-Equity-Märkten. Blendet man die Secondary Buyouts aus, dann stieg in der Tat der Anteil der inländischen Verkäufer im Gesamtzeitraum auf 81 Prozent nach der Zahl der Unternehmen und auf 72 Prozent nach der Zahl der Beschäftigten. Auch in diesem Fall ist in den Jahren 2012 bis 2018 eine Zunahme inländischer Verkäufer zu erkennen. Diese inländische Eigentümerschaft der Unternehmen vor dem Buyout sollte in Erinnerung bleiben, wenn der Internationalisierungsschub durch die Private-Equity-Gesellschaften im nächsten Kapitel betrachtet wird.

7 PRIVATE-EQUITY-GESELLSCHAFTEN

Die Zahl der aktiven Private-Equity-Gesellschaften ist seit der Finanzkrise in den Jahren 2008/09 global angestiegen (Preqin 2020: S.98). Dies lässt sich auch für Deutschland beobachten. Im Durchschnitt der Jahre 2012 bis 2018 waren pro Jahr etwa 130 Gesellschaften an einem Buyout beteiligt. Dabei lag der Wert zu Beginn des Zeitraums bei 110 Akteuren und stieg bis zum Jahr 2017 auf 168 Finanzinvestoren. Im Folgejahr 2018 fiel die Zahl der aktiven Private-Equity-Gesellschaften allerdings auf 158.

Insgesamt konnten 417 verschiedene Private-Equity-Gesellschaften mit der Beteiligung an einem Buyout in den Jahren 2012 bis 2018 identifiziert werden. Diese hohe Zahl an Gesellschaften besteht aus drei Gruppen mit unterschiedlichen Aktivitätsniveaus. Eine kleinere Gruppe fest etablierter Gesellschaften ist ständig am Markt präsent und bestimmt gut die Hälfte des Marktvolumens. Eine etwas größere Gruppe hatte häufigere Marktkontakte und war an einem Viertel des Buyout-Volumens beteiligt. Und eine dritte Gruppe von rund 70 Prozent aller Finanzinvestoren war nur punktuell am Markt vertreten. Diese drei Gruppen sollen hier etwas eingehender nach ihrer Kapitalbasis, ihrem Datum des Markteintritts und ihrem rechtlichen Sitz betrachtet werden, um die in Deutschland typischerweise aktiven Finanzinvestoren zu charakterisieren.

Die erste Gruppe von Investoren mit sechs oder sieben aktiven Buyout-Jahren im Betrachtungszeitraum bestand aus 44 Private-Equity-Gesellschaften, d. h. aus elf Prozent aller beteiligten Akteure. Die Gruppe hatte einen Anteil von 46 Prozent an allen Buyouts, von 51 Prozent am Beschäftigtenvolumen und von 43 Prozent am Umsatzvolumen in den übernommenen Unternehmen. Die überwiegende Mehrheit dieser Gesellschaften war fondsbasiert (84%). Alle hatten bereits vor dem Jahr 2012 auf dem deutschen Markt investiert und gut die Hälfte der Akteure hatte schon vor dem Jahr 2000 ein Unternehmen in Deutschland übernommen. Mehrheitlich hatten diese Investoren ihren rechtlichen Sitz in Deutschland (55%), daneben waren Investoren aus den USA (14%), Großbritannien (11%) sowie aus anderen europäischen Ländern (20%) aktiv.

Eine zweite Gruppe von 76 Gesellschaften hatte in drei bis fünf Jahren mindestens eine Unternehmensübernahme vorgenommen. Dies waren 18 Prozent aller aktiven Finanzinvestoren, die sich für etwas mehr als ein Viertel aller Buyouts, bzw. für etwas weniger als ein Viertel des Beschäftigten-

volumens und des Umsatzvolumens in den übernommenen Unternehmen verantwortlich zeichneten. In dieser Gruppe waren die fondsbasierten Finanzinvestoren in geringerem Maß vertreten (67%), dafür nahmen die Industrieholdings und die Direktinvestments (33%) größeren Raum ein. Rund vier Fünftel dieser Akteure hatten bereits vor dem Betrachtungszeitraum schon einmal auf dem deutschen Markt investiert, wobei dies überwiegend im Jahrzehnt von 2001 bis 2011 geschehen war. In dieser stärker selektiv investierenden Gruppe waren etwas weniger deutsche Finanzinvestoren vertreten (49%).

Eine dritte Gruppe bilden knapp 300 Private-Equity-Gesellschaften, die an nur einem oder an zwei Buyouts in Deutschland in den Jahren 2012 bis 2018 beteiligt waren. Sie machen damit 71 Prozent aller identifizierten Private-Equity-Gesellschaften aus, vereinigten auf sich aber nur etwas über ein Viertel der Buyouts bzw. der Beschäftigten in den übernommenen Unternehmen und knapp ein Drittel des Umsatzes. Bei diesen „Gelegenheitsinvestoren“ waren Industrieholdings/Direktinvestments mit einem Anteil von 40 Prozent erheblich stärker als in den beiden anderen Gruppen vertreten. Ein weiteres Investment in Deutschland vor dem Jahr 2012 ist für die Mehrzahl der Fälle (62%) nicht bekannt. Dazu passend operierte ein hoher Anteil dieser Investoren von einem rechtlichen Sitz im Ausland (ebenso 62%). Deutschland ist für diese Private-Equity-Gesellschaften keine bevorzugte Zielregion, sondern sie sind eher auf anderen regionalen Märkten aktiv und werden nur bei speziellen Anlässen in Deutschland tätig, z. B. bei sehr großen Transaktionen oder wenn ein Unternehmen gut in ihre Buy-and-Build-Strategie passt.

Im nächsten Schritt soll der Zugang der Private-Equity-Gesellschaften zum Kapital, wodurch das Geschäftsmodell eines Finanzinvestors in hohem Maß geprägt wird, untersucht werden. 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

- 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.

Im Betrachtungszeitraum von 2012 bis 2018 waren mehrheitlich fondsbasierte Gesellschaften in Deutschland aktiv, sie stellten 258 der 417 Akteure (62%). Rund 23 Prozent der Akteure waren Industrieholdings und 13 Prozent der Gesellschaften arbeiteten mit einem Direktinvestment.

Die Kapitalbasis der fondsbasierten Private-Equity-Gesellschaften übertrifft die Kapitalbasis der anderen Investment-Typen. Dies erklärt, dass die wirtschaftliche Aktivität der fondsbasierten Gesellschaften deutlich höher ausfällt als ihr Anteil an allen Gesellschaften. So vereinigten die Fonds-Akteure in den Jahren 2012 bis 2018 rund 75 Prozent der übernommenen Unternehmen sowie 81 Prozent der Beschäftigten und 80 Prozent des Umsatzes auf sich. Die wirtschaftliche Aktivität der Industrieholdings betrug 17 Prozent an den übernommenen Unternehmen, 13 Prozent an den Beschäftigten und 15 Prozent am Umsatz in den übernommenen Unternehmen. Die Aktivität fiel somit um ein Viertel schwächer aus als der Anteil an den Private-Equity-Gesellschaften. Bei den Direktinvestments lag dieses Verhältnis noch darunter. Sie erreichten beim Anteil an den Buyouts (7%) nur die Hälfte ihres Anteils an den Private-Equity-Gesellschaften und beim Umsatzanteil (3%) nur ein Viertel ihres Anteils an allen Gesellschaften. Eine auffällige Aktivität entfalteten die Direktinvestments im Jahr 2018, als mehrere große Unternehmen im Rahmen von Direktinvestments übernommen wurden.

Schließlich soll hier ein Blick auf die wichtigsten Private-Equity-Gesellschaften auf dem deutschen Buyout-Markt geworfen werden. Wie in den vorigen Ausgaben des Monitors wurden hierzu die Zahlen der Übernahmen

und der Beschäftigten in den übernommenen Unternehmen in jeweils acht Klassen eingeteilt. Für jedes dieser beiden Kriterien konnten die Gesellschaften maximal acht Punkte erzielen, die miteinander addiert wurden. **Tabelle 4** stellt die 20 Kapitalbeteiligungsgesellschaften mit den meisten Punkten bei Übernahmen in den Jahren 2012 bis 2018 vor. Diese lassen sich vier Plätzen zuordnen. Den ersten Platz teilen sich die Investoren Carlyle, Deutsche Beteiligungs AG, EQT, Auctus und Waterland, die alle die höchstmögliche Punktzahl erreichten. Daneben wäre noch die Gesellschaft Nordic Capital zu erwähnen, die die zweitmeisten Beschäftigten (20 Tsd. Beschäftigte) in den übernommenen Unternehmen auf sich vereinigte.

In diesen Top 20 waren am häufigsten Gesellschaften aus Deutschland (7), Großbritannien (4) sowie aus den USA und aus Schweden (je 3) vertreten. Mit der Ausnahme von zwei Industrieholdings bestand die Kapitalbasis der Gesellschaften aus Fonds. Ganz überwiegend sind die Gesellschaften eigentümergeführt, d. h. die Geschäftsführerinnen und -führer halten die Gesellschafteranteile. In fünf Fällen handelte es sich um börsennotierte Unternehmen und in einem Fall war der Eigentümer ein Family Office.

Das Ranking der Top-20-Private-Equity-Gesellschaften zeigt, dass internationale Investoren den deutschen Buyout dominieren, aber deutsche Gesellschaften eine relevante Akteursgruppe darstellen. Diese Aussage hat auch Bestand, wenn man alle beteiligten Private-Equity-Gesellschaften einbezieht. Demnach hatten Finanzinvestoren mit einem rechtlichen Sitz in Deutschland im Zeitraum 2012 bis 2018 einen Anteil von 47 Prozent an allen Buyouts. Im Zeitverlauf war die Entwicklung volatil, aber nachdem deutsche Finanzinvestoren in den Jahren 2014 und 2015 mehr als die Hälfte aller Buyouts verantwortet hatten, fiel ihr Anteil wieder. Im bislang letzten beobachteten Jahr 2018 betrug ihr Anteil an den Buyouts 44 Prozent. Die Investoren aus den traditionell starken Private-Equity-Finanzplätzen USA und Großbritannien kamen auf einen Anteil von 27 Prozent und die Investoren aus den sonstigen europäischen Ländern auf einen Anteil von 25 Prozent an allen Buyouts.

Dabei ist im zeitlichen Verlauf der stetige Anstieg der Investoren aus den sonstigen europäischen Ländern bemerkenswert. Hatten sie in den ersten beiden Jahren der Betrachtung 2012 und 2013 noch einen Anteil von einem Fünftel, so stieg er in den letzten beiden Jahren 2017 und 2018 auf einen Anteil von 30 Prozent an allen Übernahmen. Für diesen Anstieg waren insbesondere Private-Equity-Gesellschaften aus Schweden verantwortlich. Daneben spielten auch Investoren aus Frankreich, den Niederlanden und aus der Schweiz eine Rolle.

Die Top-20-Private-Equity-Gesellschaften auf dem deutschen Buyout-Markt in den Jahren 2012 bis 2018

Platz	Private-Equity-Gesellschaft	Unternehmenssitz	Transaktionen	Beschäftigte	PEMD*-Punkte
1	Carlyle Group	USA	25	23.141	16
	Deutsche Beteiligungs AG	Deutschland	47	13.671	16
	EQT AB	Schweden	40	18.194	16
	Auctus Capital	Deutschland	35	13.899	16
	Waterland Private Equity	Niederlande	25	14.386	16
2	Equistone	GB	27	7.442	15
3	Triton Capital Partners	GB	14	11.016	14
	Advent International	USA	12	14.707	14
	Nordic Capital	Schweden	14	20.784	14
	Capiton AG	Deutschland	21	4.834	14
	Quadriga Capital	Deutschland	28	4.161	14
4	Cinven	GB	15	7.830	13
	Aurelius	Deutschland	20	4.760	13
	3i	GB	12	6.565	13
	Ardian	Frankreich	20	4.702	13
	Chequers Capital Partners	Frankreich	11	8.218	13
	H.I.G. Capital	USA	15	5.628	13
	Bregal	Deutschland	14	5.589	13
	Afinum	Deutschland	17	3.653	13
	IK Investment Partners	Schweden	17	3.353	13

*PEMD=Private-Equity-Monitor Deutschland

Quelle: eigene Darstellung auf Basis von Preqin, Zephyr und Dafne/Bureau van Dijk, Majunke Consulting und eigenen Recherchen

Die deutschen Finanzinvestoren übernahmen eher kleine und mittelgroße Unternehmen. Entsprechend summieren sich ihre Beschäftigtenvolumina auf nur 30 Prozent und die Umsatzvolumina auf 24 Prozent im Gesamtzeitraum. Demgegenüber kauften die US-amerikanischen und britischen Gesellschaften größere Unternehmen und kamen so auf Anteile von 37 Prozent der Beschäftigten und von 48 Prozent des Umsatzes in den übernommenen Unternehmen. Die Investoren aus den anderen europäischen Ländern wiesen im Gesamtzeitraum Anteile von 32 Prozent der Beschäftigten und 25 Prozent des Umsatzes auf. Auch hier war ein Anstieg im Zeitablauf zu beobachten. So konnten diese europäischen Investoren ihre Anteile von 15 Prozent an den Beschäftigten und zwölf Prozent am Umsatz in den übernommenen Unternehmen im Jahr 2012 bis zum Jahr 2018 jeweils verdreifachen. Dies untermauert den Trend zu einer Europäisierung der Private-Equity-Akteure auf dem deutschen Buyout-Markt.

8 FONDS

Das ursprüngliche Private-Equity-Geschäftsmodell baut auf Fonds auf, in die Anleger ihr Kapital geben. Auch die in Deutschland tätigen Private-Equity-Gesellschaften nutzen überwiegend, wie das vorangegangene Kapitel gezeigt hat, diese Kapitalbasis. Sie sind auch aus der Sicht der Beschäftigten von besonderem Interesse, da durch den befristeten Kapitaleinsatz und durch finanzielle Anreize für die Private-Equity-Manager ein hoher zeitlicher und ökonomischer Druck auf die übernommenen Unternehmen entstehen kann.

Die Finanzierungsstruktur kann in dieser Studie für 1.341 Übernahmen in den Jahren 2013 bis 2018 dargestellt werden. Da in 61 Fällen zwei Private-Equity-Gesellschaften beteiligt waren und bei gut einem Viertel der Finanzierungen Industrieholdings oder Direktinvestments zum Einsatz kamen, liegen Daten zu den Fondsstrukturen bei 1.041 Buyouts von Unternehmen vor, an denen 365 separate Fonds beteiligt waren.

Die in Deutschland aktiven Fonds können grob in drei Größenklassen gegliedert werden: Etwas mehr als ein Drittel hat mehr als eine Milliarde Euro an Kapitalvolumen, ein knappes Drittel weniger als 300 Millionen Euro und wiederum ein Drittel liegt dazwischen. Etwas detaillierter nach sechs Größenklassen betrachtet (Tabelle 5) kann man festhalten, dass sich die Fonds recht gleichmäßig über diese Größenklassen verteilen. Die Klasse mit mehr als zwei Milliarden Euro Fondsvolumen stellt mit 83 Fonds die quantitativ stärkste Größenklasse dar, gefolgt von der Klasse mit 100 bis 299 Millionen Euro (69 Fonds).

Diese unterschiedlichen Fondsgrößen können auf verschiedene Marktsegmente zurückgeführt werden, z. B. auf den Zugang zu institutionellen Anlegern oder privaten Anlegerinnen und Anlegern. Sie stammen zugleich aus unterschiedlichen Finanzsystemen, wie bereits im vorherigen Kapitel an den Private-Equity-Gesellschaften deutlich wurde. So hatten die aktiven Fonds, die von Finanzinvestoren aus den kapitalmarkt-basierten Finanzsystemen Großbritanniens oder der USA gesteuert wurden, zu knapp zwei Dritteln ein Kapitalvolumen von mindestens einer Milliarde Euro. Dagegen hatten die Fonds aus dem bankbasierten Finanzsystem Deutschlands zu 60 Prozent ein Fondsvolumen von maximal 300 Millionen Euro. Die Fonds von Finanzinvestoren auf dem europäischen Kontinent – bei denen sich die Finanzsysteme mischen – liegen zwischen diesen Werten. Sie hatten zu 35 Prozent Fonds mit weniger als 300 Millionen Euro und zu 39 Prozent Fonds mit einer Mil-

Tabelle 5

Fonds und Fondsvolumen, die in den Jahren 2013 bis 2018 an einem Buyout in Deutschland beteiligt waren, nach Fondsvolumen-Klassen

	Fonds		Fondsvolumen	
	Anzahl	Anteil	in Mrd. €	Anteil
0–99 Mio. €	29	9%	1,7	0,3%
100–299 Mio. €	69	21%	13	2%
300–499 Mio. €	45	14%	17	3%
500–999 Mio. €	59	18%	40	7%
1.000–1.999 Mio. €	46	14%	64	12%
> 2.000 Mio. €	83	25%	399	75%
Summe	331	100%	534	100%

Quelle: eigene Berechnungen auf Basis von Preqin und eigenen Recherchen

liarde Euro und mehr Kapitalvolumen. Kurz gesagt kontrollieren deutsche Private-Equity-Gesellschaften überwiegend kleinere Fonds, während angelsächsische Gesellschaften fast nur mit Fonds von mehr als einer Milliarde Euro agieren. Bei den europäischen Gesellschaften sind die Such- und Transaktionskosten niedrig genug, um in diesem Fall auch einige Fonds mit kleineren Kapitalvolumina auf den deutschen Markt bringen zu können.

International wurde seit längerem eine Tendenz zu immer größeren Fonds beobachtet. So hat sich das durchschnittliche Kapitalvolumen der Buyout-Fonds vom Jahr 2015 bis zum Jahr 2019 auf rund 1,5 Milliarden Euro mehr als verdoppelt (Preqin 2020: S. 21). Dies schlägt sich auch in einer stärkeren Aktivität der großen Fonds auf dem deutschen Buyout-Markt nieder. Wurden in den beiden Jahren 2013 und 2014 jeweils rund zwanzig Buyouts durch Fonds mit einem Kapitalvolumen über zwei Milliarden Euro in Deutschland getätigt, so stieg diese Zahl in den Folgejahren kontinuierlich und erreichte im Jahr 2018 mit 61 Buyouts ein Maximum. Die gleiche Tendenz ist für die Fonds mit einem Volumen von ein bis zwei Milliarden Euro festzustellen – hier verdreifachte sich Anzahl auf rund 30 Buyouts jeweils in den Jahren 2017 und 2018. Allerdings hat sich auf dem deutschen Markt

auch die Präsenz der kleineren Fonds erhöht. So steigerten die Fonds mit einem Kapitalvolumen von maximal 300 Millionen Euro die Zahl ihrer Buy-outs von rund 40 im Jahr 2013 auf 70 im Jahr 2018.

Eine ähnliche Verdopplung der Aktivitätszahlen ist auch für die mittelgroßen Fonds mit einem Volumen von 300 bis 1.000 Millionen Euro festzustellen. Einerseits ist auf dem Buyout-Markt Deutschland also die globale Tendenz eines Größenwachstums der Fonds festzustellen, andererseits aber auch der Markteintritt neuer kleinerer Finanzinvestoren. Im Ergebnis kam es somit relativ gesehen nur zu einer leichten Anteilssteigerung der großen Fonds mit mehr als einer Milliarde Euro Kapitalvolumen von 30 Prozent an allen Buyouts im Jahr 2013 auf 37 Prozent im Jahr 2018. Nach den Beschäftigten der übernommenen Unternehmen hatten die Fonds mit mehr als einer Milliarde Euro Kapitalvolumen im Zeitraum 2012 bis 2018 einen Anteil von knapp 60 Prozent, wobei die höchsten Werte in den Jahren 2016 und 2017 lagen.

Im nächsten Schritt werden nun die Konditionen dargestellt, zu denen die Anleger Kapital in den Fonds anlegen können. Durch diese Bedingungen kann der ökonomische Druck detaillierter dargestellt werden, der auf den übernommenen Unternehmen lastet.

Dies betrifft vor allem die Vereinbarung einer Gewinnschwelle (Hurdle Rate), ab der den Private-Equity-Managern eine Beteiligung an den Fonds-Gewinnen zugestanden wird. Ab dem Erreichen dieser Schwelle erhalten die Manager eine Gewinnbeteiligung (Carried Interest) von meist 20 Prozent. 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 318 Fonds, d.h. 87 Prozent aller identifizierten Fonds, die im Jahr 2017 in Deutschland eine Übernahme getätigt haben, konnte die Mindestverzinsung bestimmt werden (vgl. zur Methodik [Kapitel 3](#)). Dabei lag die Mindestverzinsung für 91 Prozent dieser Fonds in einer Spannweite von sieben Prozent bis acht Prozent ([Tabelle 6](#)). Der größte Anteil (58%) entfällt auf eine Mindestrendite von acht Prozent – dies ist der Standardwert in den Fondsverträgen. Das arithmetische Mittel der Mindestverzinsung betrug 7,9 Prozent und der Median acht Prozent. Abweichende Werte kommen häufig nicht von den mehrheitlich vertretenen Buyout-Fonds, sondern von Fonds, die auf spezielle Segmente fokussiert sind (z.B. Fonds für Wachstumssituationen oder finanzielle Notlagen). Auch im zeitlichen Verlauf weist die Mindestrendite der Fonds eine hohe Konstanz auf. Fokussiert man sich nur auf die Buyout-Fonds, dann ist zwischen 2012 und 2017 eine leichte Reduzierung der

Tabelle 6

Fonds nach der Spannweite der Mindestrendite (Hurdle Rate)

Spannweite der Mindestrendite	Fonds	
	absolut	Anteil
3–7 %	11	3 %
7,0–7,3 %	29	9 %
7,4–7,6 %	24	8 %
7,7–7,9 %	52	16 %
8 %	185	58 %
8,1–11,5 %	17	5 %
Summe	318	100 %

Quelle: eigene Berechnungen auf Basis von Preqin und eigenen Recherchen

durchschnittlichen Mindestverzinsung um 0,2 Prozent auf 7,8 Prozent feststellbar.

Sowohl für die Kapitalanleger als auch für die Private-Equity-Manager ist es entscheidend, dass die vereinbarte Mindestrendite erreicht wird. In welchem Maß dies geschieht, soll im nächsten Schritt anhand von Ertragsdaten der Fonds nachvollzogen werden (vgl. zur Methodik [Kapitel 3](#)). Hierzu wird auf das Maß der Net Internal Rate Of Return (Net IRR) zurückgegriffen, 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. Da der Rückfluss der Gewinne in die Fonds erst nach einigen Jahren einsetzt und die größten Gewinne mit den Unternehmensverkäufen in den letzten Jahren erzielt werden, werden nur Fonds eines gleichen Startjahres (Vintage Year) miteinander verglichen.

Für 169 Fonds, die einen Buyout in den Jahren 2013 bis 2018 in Deutschland getätigt haben, konnte das Net IRR ermittelt werden ([Tabelle 7](#)). Die Daten des Net IRR beziehen sich jeweils auf das vierte Quartal 2019, womit der letztmögliche Zeitpunkt vor dem „Corona-Schock“ gewählt wurde. Hatte der Fonds zuvor schon das Ende seiner Laufzeit erreicht, dann wurden die

letzten verfügbaren Ertragsdaten übernommen. Die Fonds umspannen 13 Startjahre von 2004 bis 2016. Damit hatten die Fonds des zuletzt berücksichtigten Startjahres 2016 eine Laufzeit von drei bis vier Jahren bis zum Zeitpunkt der Erhebung der Ertragsdaten absolviert, so dass auch ausreichend Daten zur Renditehöhe vorlagen. Da nur wenige Fonds in den ersten drei Jahrgängen 2004 bis 2006 vorhanden und ihre Laufzeiten zum Zeitpunkt der Datenerhebung bereits abgeschlossen waren, wurden diese drei Jahre zusammen betrachtet.

Die durchschnittliche Rendite (Mittelwert) der in Deutschland aktiven Fonds lag bezogen auf das Jahresende 2019 zwischen 12,9 Prozent und 21,5 Prozent. Dabei ist es bemerkenswert, dass sich die renditeschwächsten Werte bei den Fonds mit den Startjahren 2004 bis 2007 finden. In diesem Zeitraum herrschte ein ausgesprochener Buyout-Boom auf dem deutschen Markt (Jowett/Jowett 2011), so dass vermutlich der parallele Anstieg der Kaufpreise von Unternehmen vor der Finanzkrise 2008/09 die Renditen langfristig gesenkt hat. Die Fonds mit den Startjahren 2011 bis 2013, die nach der Finanzkrise von 2008/09 aufgelegt worden sind und für die das Ende ihres Lebenszyklus herannaht, ist eine Rendite zwischen 16,8 Prozent und 19,6 Prozent dokumentiert. Diese 59 Fonds bilden mehr als ein Drittel des Samples ab und repräsentieren auch durch ihr quantitatives Gewicht eine sehr hohe Rendite.

Die Fonds der danach folgenden drei Startjahre 2014 bis 2016 weisen eine noch höhere Rendite mit Werten von 18,3 Prozent bis 21,5 Prozent auf. Dass die Werte gegenüber den Renditen der älteren Fonds noch gestiegen sind, ist überraschend, da die größeren Gewinnrückflüsse erst zum Ende der Fondslaufzeit üblich sind. Aufgrund der noch kurzen Laufzeit dieser Fonds stellt dies jedoch nur eine Momentaufnahme dar.

Die hier untersuchten Fonds investieren jeweils länderübergreifend, die Renditen der (auch) in Deutschland aktiven Fonds unterscheiden sich also nur wenig von einem Sample an Fonds mit anderen Länder-Schwerpunkten. Als Vergleichsmaßstab für diese Erträge der in Deutschland aktiven Fonds bieten sich die globalen Daten zu Buyout-Fonds des Datendienstleisters Preqin (2020: S. 69) an. Die Median-Werte des Net IRR der in Deutschland tätigen Fonds mit den Startjahren 2010 bis 2012 oszillierten jeweils ein bis zwei Prozent um die Werte der globalen Fonds. Bei den Fonds der Startjahre 2013 bis 2015 lag die Abweichung bei etwa 0,4 Prozent. Eine Ausnahme stellte nur das letzte verfügbare Startjahr 2016 dar, bei dem der Median des Net IRR für die in Deutschland aktiven Buyout-Fonds um mehr als vier Prozent über dem Wert der globalen Fonds lag.

Tabelle 7

Net IRR der in Deutschland aktiven Fonds mit einem Buyout in den Jahren 2013 bis 2018 nach dem Jahr der Markteinführung (2004 bis 2016)

Vintage	Anzahl	Mittelwert	Median	Minimum	Maximum
2004–2006	10	12,9	11,5	4,3	33,0
2007	12	14,5	13,6	3,4	28,3
2008	12	16,8	17,9	11,4	22,1
2009	7	18,8	18,2	10,9	37,3
2010	9	14,6	13,0	3,9	28,7
2011	21	19,6	17,1	-12,4	64,0
2012	15	18,0	16,2	9,0	32,3
2013	23	16,8	15,3	1,2	45,7
2014	24	18,3	18,1	2,9	47,6
2015	19	18,3	15,9	0,8	37,9
2016	17	21,5	17,6	4,0	64,2
alle Jahre	169	–	–	-12,4	64,2

Quelle: eigene Darstellung auf Basis von Preqin; Erhebungsdatum: 4. Quartal 2019

Bei den fondsbasierten 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-Finanzzentrum (OFZ) als rechtlicher Sitz gewählt (siehe Kasten). 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-Gesellschaften als General Partner und die Investoren als Limited Partner auf.⁴

⁴ 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, die Limited Partners haften mit ihrer Kapitaleinlage und können nicht in die Geschäfte eingreifen.

Die rechtlichen Sitze der Fonds können hier für die oben bereits eingeführten 365 separaten Fonds, die an Übernahmen in den Jahren 2013 bis 2018 in Deutschland beteiligt waren, dargestellt werden. Die beiden wichtigsten Gruppen waren die britischen Kronbesitzungen mit 31 Prozent und die britischen Überseegebiete mit 26 Prozent der Fonds. Bei den Kronbesitzungen handelt es sich um die Inseln Guernsey, Jersey und Isle of Man, die zwar eigene Rechtssubjekte darstellen, auf denen jedoch andererseits das britische Recht gilt (und bis zum Brexit auch das EU-Recht galt). Bei den britischen Überseegebieten handelt es sich um 14 Gebiete, die unter der Souveränität Großbritanniens stehen, wobei als Fondsstandort die Kaimaninseln herausragen und Bermuda sowie Gibraltar noch eine kleinere Anzahl der hier erfassten Fonds beherbergen. Weitere zwei Prozent der Fonds waren in Großbritannien domiziliert, so dass insgesamt 59 Prozent der Fonds im britischen Einflussbereich beheimatet waren.

Als ein weiterer Fondsstandort, der vermutlich primär aus steuerlichen Gründen gewählt wurde, ist Luxemburg mit einem Anteil von neun Prozent. Sonstige Offshore-Finanzstandorte waren Honkong und die Bahamas mit einem Anteil von nur einem Prozent. Eine besondere Stellung nehmen die USA ein, in denen sechs Prozent der Fonds angesiedelt waren. Da die hier angesiedelten Fonds ihren Sitz ausnahmslos im US-Bundesstaat Delaware hatten, in dem niedrige Steuern auf Erträge aus immateriellen Vermögenswerten und laxe Veröffentlichungspflichten bei der Unternehmensregistrierung gelten, müssen auch diese Fonds zumindest eingeschränkt den Offshore-Standorten zugerechnet werden (Dyreg/Lindsey/Thornock 2013). Die restlichen Fonds waren in Deutschland (14%) und in anderen europäischen Ländern (11%) gemeldet.

Offshore-Finanzzentrum

Offshore-Finanzzentren (OFZ) 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 Nutzung eines Offshore-Finanzplatzes ist mit den Kosten der Registrierung und des jährlichen Berichtswesens verbunden. Je höher die Fondssumme, desto weniger fallen diese Kosten ins Gewicht.

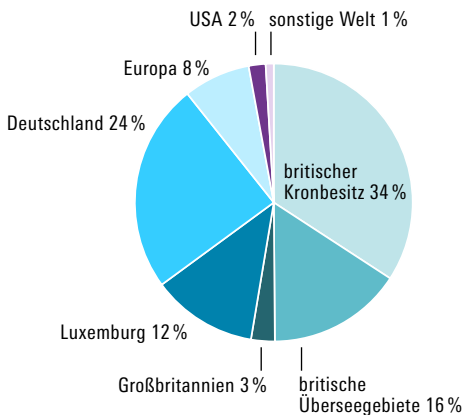
Dies dürfte ein Grund sein, weshalb verschiedene kleinere Fonds deutscher Private-Equity-Gesellschaften nicht in Offshore-Standorten angesiedelt sind.

Zusätzlich soll hier betrachtet werden, wie sich das Buyout-Geschehen in Deutschland auf die Fondsstandorte verteilt, um deren tatsächliche wirtschaftliche Bedeutung zu demonstrieren. Hierzu wurden die oben schon eingeführten 1.041 Buyouts von Unternehmen, bei denen in den Jahren 2013 bis 2018 ein Fonds zum Einsatz kam, herangezogen. Für diese Buyouts konnte in fast allen Fällen auch ein Fondsstandort ermittelt werden, so dass die Standorte für 1.032 Buyouts vorliegen. In **Abbildung 7** ist die Verteilung der Fondsstandorte nach der Zahl der Unternehmensübernahmen und nach der Zahl der Beschäftigten in den übernommenen Unternehmen dargestellt, wobei jeweils die Eigentumsanteile der Fonds an den Unternehmen berücksichtigt

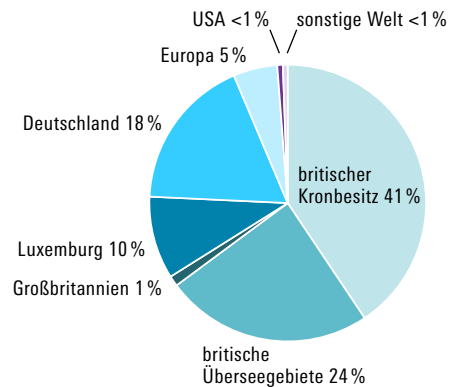
Abbildung 7

Übernahmen von Unternehmen in den Jahren 2013 bis 2018 in Deutschland und deren Beschäftigte nach dem rechtlichen Sitz der Fonds

Übernahme von Unternehmen



Beschäftigte



Quelle: eigene Darstellung auf Basis von Preqin, Zephyr und Dafne/Bureau van Dijk, Majunke Consulting und eigenen Recherchen

Anmerkung: n=1.032 Unternehmen, die von einem Private-Equity-Fonds mit bekanntem Fondsstandort übernommen wurden

tigt werden. Grob gesagt ist bei dieser Betrachtung nach der wirtschaftlichen Aktivität ebenfalls die Bedeutung der britischen Einflusszone überragend. Die Rolle Deutschlands und Luxemburgs fällt etwas stärker aus im Vergleich zur Verteilung der einzelnen Fonds und die Rolle der USA und der anderen europäischen Länder verringert sich.

Etwas detaillierter betrachtet beträgt der Anteil der britischen Einflusszone nach der Zahl der Übernahmen 53 Prozent. Dabei entfallen auf Jersey und Guernsey (Britische Kronbesitzungen) mit 34 Prozent mehr als doppelt so viele Übernahmen wie auf die britischen Überseegebiete (16%). Nach den Beschäftigten steigt die Bedeutung der britischen Einflusszone auf 66 Prozent, auch hier liegen die Kronbesitzungen (42%) vor den Überseegebieten (24%). Die Bedeutung Deutschlands fällt sowohl nach der Zahl der Unternehmen (24%), wie nach der Zahl der Beschäftigten (18%) noch stärker aus als der Anteil der Fonds. Der Grund hierfür dürfte darin liegen, dass die in Deutschland gemeldeten Fonds fast ausschließlich im Heimatland tätig sind, während von den Offshore-Fondsstandorten aus der gesamte europäische Markt bearbeitet wird. Ein vergleichsweiser Bedeutungsgewinn ist auch für Luxemburg festzustellen, dessen Fonds bei den Unternehmen einen Anteil von zwölf Prozent und bei den Beschäftigten einen Anteil von zehn Prozent verzeichnen. Dagegen sinkt der Anteil der USA auf ein bis zwei Prozent nach den Unternehmen und den Beschäftigten. Der Anteil der Fonds aus anderen europäischen Ländern verringert sich auf acht Prozent der Unternehmen bzw. fünf Prozent der Beschäftigten. Hier dürfte relevant sein, dass von diesen Standorten aus primär die heimischen Märkte der Fonds bearbeitet werden.

Im Zeitraum von 2013 bis 2018 hat die quantitative Bedeutung der Offshore-Standorte als rechtlicher Sitz der Eigentümer von Buyouts in Deutschland weiter zugenommen. Lag der Anteil der OFZ bei den übernommenen Unternehmen im Jahr 2013 noch bei 57 Prozent, so wuchs er bis zum Jahr 2018 auf 70 Prozent. Der Anteil beim Beschäftigtenvolumen war bereits im Jahr 2013 auf dem hohen Niveau von 77 Prozent und erhöhte sich danach noch leicht auf 82 Prozent im Jahr 2018. Die Offshore-Finanzzentren sind damit für zahlreiche Private-Equity-Gesellschaften ein wichtiger Baustein, um die Rendite der Fonds-Investoren und die eigenen Verdienste zu erhöhen.

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. Dabei ist es eine spezielle Eigenheit der Exits, dass bei ihnen häufig weitere Finanzinvestoren zum Zuge kommen. So stellt sich die Frage, wie viele Unternehmen überhaupt in eine stabile Eigentümerkonstellation nach dem Ausstieg eines Finanzinvestors kommen. Aus diesem Grund werden hier die Anzahl und Struktur der Exits sowie der neuen Käufer 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.

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 zehn Jahren ausgegangen, wobei die ersten ein bis zwei Jahre für die Investition und die letzten ein bis zwei Jahre für die Desinvestition veranschlagt werden.

9.1 Anzahl der Exits und Struktur der Exit-Unternehmen

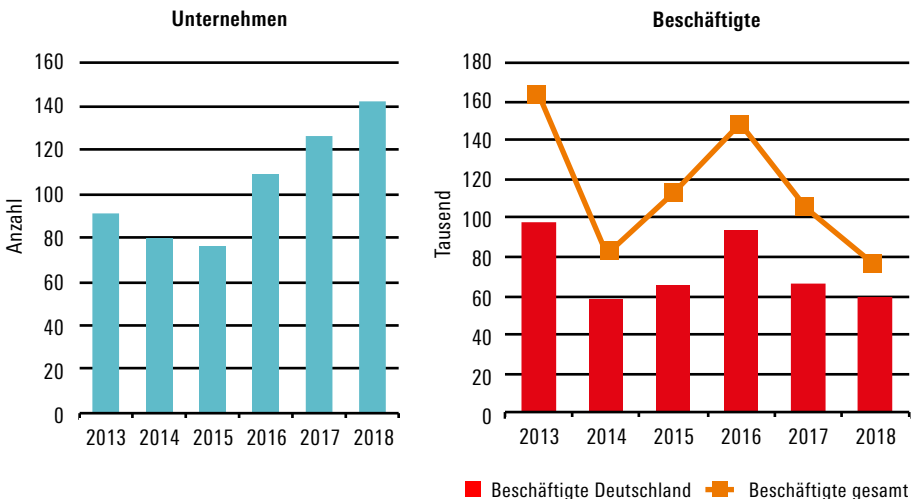
Für die Jahre 2013 bis 2018 lassen sich insgesamt 624 Exits von Unternehmen mit dem Hauptsitz in Deutschland dokumentieren (**Abbildung 8**). Dabei zeigt sich eine deutliche Trendumkehr. Nachdem die Zahl der Exits im Jahr 2013 bei 91 lag, sank sie in den beiden Folgejahren auf 76 Exits ab. Danach stieg sie jedoch wieder kontinuierlich an und erreichte im Jahr 2018 142 Exits. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass in den einschlägigen Exit-Datenquellen über Insolvenzen oder Betriebsschließungen kaum oder gar nicht be-

richtet wird. Für diese Studie wurde jedoch auch der Verlauf aller Buyout-Unternehmen in den Jahren 2012 bis 2015 nachverfolgt, so dass weitere Exits bis zum Jahr 2018 identifiziert werden konnten. Diese neu erhobenen Exits entfallen vor allem auf die späteren Jahre, so dass der Anstieg der Zahlen ab dem Jahr 2016 partiell auch ein arbeitstechnisches Artefakt sein kann.

Die Beschäftigtenzahlen der Unternehmen entwickelten sich nur bis zum Jahr 2016 auf einem ähnlichen Pfad. Die bereits 2013 erzielte Höhe von 98.000 Beschäftigten in Deutschland wurde 2016 fast wieder erreicht (93.000 Beschäftigte). Danach sank die Beschäftigtenzahl jedoch ab bis auf knapp 60.000 Beschäftigte im Jahr 2018. Dieser Trend findet sich auch bei den Gesamtbeschäftigten der Unternehmen (Abbildung 8), deren Zahl durchschnittlich um ein Drittel über dem Wert der Beschäftigung in Deutschland lag. Die höchste Zahl an Beschäftigten wurde auch hier in den Jahren 2013 (164.000 Beschäftigte) und 2016 (149.000 Beschäftigte) erreicht. Bis zum Jahr 2018 verringerte sich die Beschäftigtenzahl auf 76.000.

Abbildung 8

Buyout-Unternehmen und ihre Beschäftigten bei Exits in den Jahren 2013 bis 2018



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

Anmerkung: n=624 Unternehmen

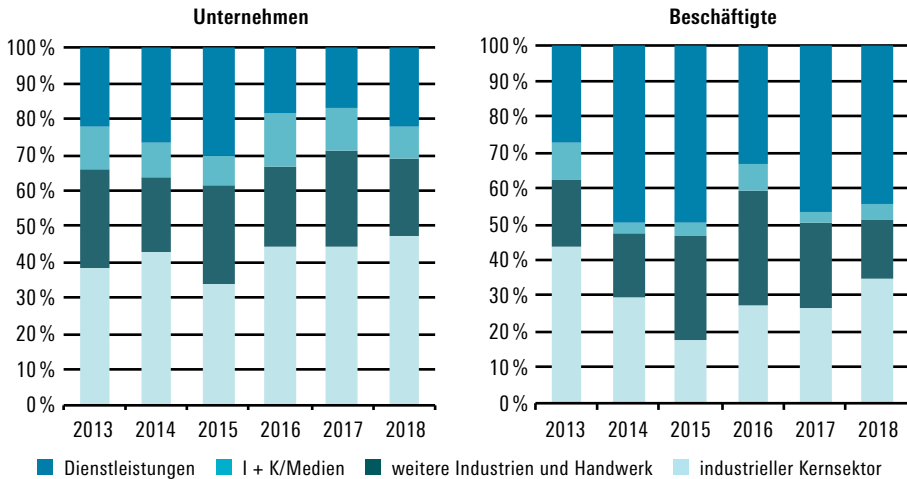
Die meisten Exits in den Jahren 2013 bis 2018 wies die Branche Maschinenbau mit 74 auf (12%). Fast ebenso viele Exits schafften die Branchen Chemie/Kunststoff, Traditionelle Industrien und Fahrzeugbau (je 11%). Nach der Zahl der Beschäftigten standen jedoch zwei andere Branchen an der Spitze. Die meisten Beschäftigten waren in Unternehmen der Branche Transport/Logistik mit 66.000 Beschäftigten und einem Anteil von 15 Prozent angestellt. Sie wurde gefolgt von den Branchen Gesundheit (15%), Chemie/Kunststoff (11%) sowie Fahrzeugbau (9%).

Bei den einzelnen Branchen werden die Trends im zeitlichen Verlauf immer wieder durch den Einfluss von großen Exits unterbrochen. Daher wird hier auf die vier Branchengruppen zurückgegriffen, mit denen bereits die sektoralen Veränderungen der Buyouts dargestellt wurden. Die Gruppe des Industriellen Kernsektors, die wiederum die vier export- und innovationsstarken Branchen Chemie und Kunststoff, Elektrotechnik und Elektronik, Fahrzeugbau sowie Maschinen- und Anlagenbau umfasst, hatte einen Anteil von 42 Prozent im gesamten Zeitraum (Abbildung 9). Dabei sank der Anteil nur kurzzeitig im Jahr 2015 auf 33 Prozent und stieg dann wieder bis zum Jahr 2018 auf 47 Prozent. Die Gruppe „Weitere Industrien und Handwerk“ (Traditionelle Industrien, Metallgewinnung, Pharma/Medizintechnik, Bau/Handwerk sowie Energie/Umwelt) hatte im Gesamtzeitraum einen Anteil von einem Viertel – dieser Anteil stieg vor allem im Jahr 2015 (29%) und erreichte in den restlichen Jahren Werte zwischen 22 Prozent und 27 Prozent. Insgesamt entfielen somit im Gesamtzeitraum zwei Drittel aller Exits auf das Produzierende Gewerbe, wobei dieser Anteil im zeitlichen Ablauf nicht allzu stark schwankte und auch in den letzten Jahren stabil blieb. Umgekehrt betraf ein Drittel aller Exits die Dienstleistungen, wozu der Dienstleistungsbereich im engeren Sinne (Handel, Transport/Logistik, Gesundheit, höherwertige Dienstleistungen, Finanzdienstleistungen) mit einem Anteil von 22 Prozent und die Branchengruppe I+K/Medien mit einem Anteil von elf Prozent gehörten.

Die Branchengruppe Dienstleistungen wies bei den Beschäftigten jedoch einen deutlich höheren Anteil auf. Insgesamt waren im Gesamtzeitraum 177.000 Beschäftigte bei den Unternehmen dieser Branchengruppe (40%) angestellt. Dabei vereinigte die Branchengruppe durch einige große Exits in den Jahren 2014 und 2015 sogar rund die Hälfte aller Beschäftigten auf sich. Der Beschäftigtenanteil der Branchengruppe I+K/Medien (6%) fiel dagegen nur halb so groß aus wie der Anteil an der Gesamtzahl der Exits. Die beiden Branchengruppen des Produzierenden Gewerbes wiesen im Gesamtzeitraum einen Anteil von rund 54 Prozent auf. Hier war der Anteil des Industriellen Kernsektors (31%) größer als der Anteil der Branchengruppe „Weitere Indus-

Unternehmen mit einem Exit in den Jahren 2013 bis 2018 und deren Beschäftigte nach Branchen-

gruppen



Quelle: eigene Darstellung auf Basis von Preqin, Zephyr und Dafne/Bureau van Dijk, Majunke Consulting und eigenen Recherchen

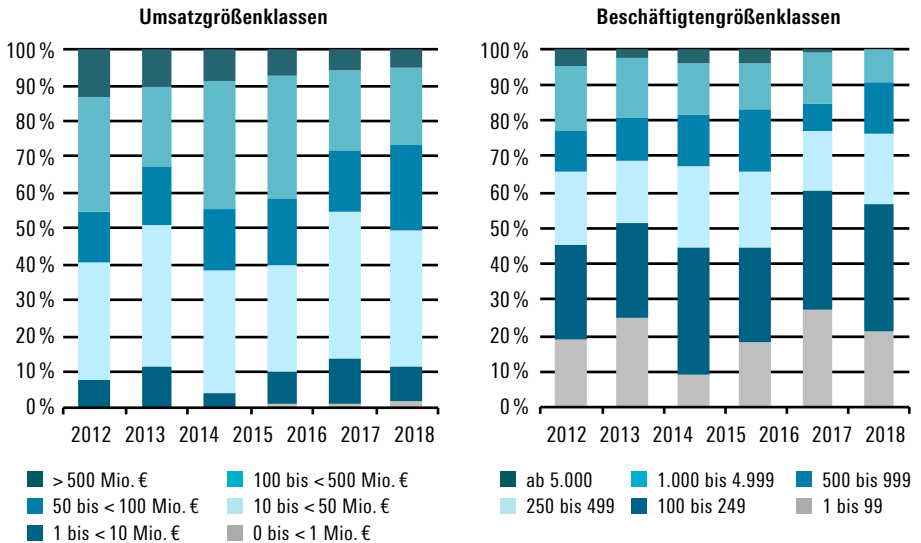
Anmerkung: n=624 Exits

trien und Handwerk“ (23 %). Trotz einer zwischenzeitlichen Verringerung der Beschäftigtenzahlen erreichten diese beiden industriellen Branchengruppen in den letzten zwei Jahren des Betrachtungszeitraums wieder die Hälfte aller Beschäftigten in den Exit-Unternehmen.

Die Unternehmen, die aus dem Eigentum von Finanzinvestoren ausschieden, erstreckten sich über alle Unternehmensgrößen (Abbildung 10). Die meisten Exits entfielen auf Unternehmen mit 100 bis 249 Beschäftigten (31 %). Die zweitmeisten Exits mit 21 Prozent fanden sich bei der untersten Beschäftigtengröße (10–99 Beschäftigte) und die drittmeisten Exits bei der mittleren Kategorie mit 250–499 Beschäftigten. Die beiden darüber liegenden Beschäftigtengrößenklassen weisen mit Anteilen von 13 Prozent bzw. 14 Prozent bereits deutlich niedrigere Anteile auf. Die oberste Kategorie von Unternehmen mit mehr als 5.000 Beschäftigten hatte nur einen Anteil von zwei Prozent. Im zeitlichen Verlauf nahm der Anteil dieser drei oberen Beschäftigtengrößenklassen von gut einem Drittel im Jahr 2013 auf etwas über

Abbildung 10

Unternehmen mit einem Exit in den Jahren 2013 bis 2018 nach den Beschäftigten- und Umsatzgrößenklassen



Quelle: eigene Darstellung auf Basis von Preqin, Zephyr und Dafne/Bureau van Dijk, Majunke Consulting und eigenen Recherchen

Anmerkung: n=624 Exits

ein Fünftel im Jahr 2018 ab. Im gleichen Zeitraum legte der Anteil der Unternehmen in den beiden unteren Größenklassen (bis zu 249 Beschäftigten) von 35 Prozent im Jahr 2013 auf 57 Prozent im Jahr 2018 zu. Die Tendenz zu kleineren Unternehmenseinheiten, die bei den Buyouts im Betrachtungszeitraum beobachtet werden konnte, findet sich somit auch bei den Exits.

Bei den Umsatzgrößenklassen hatten die Unternehmen mit einem Umsatz zwischen zehn Millionen Euro und 50 Millionen Euro einen Anteil von 36 Prozent. Die zweitwichtigste Kategorie bildeten die Unternehmen mit einem Umsatz zwischen 100 Millionen Euro und 500 Millionen Euro Umsatz (27%). Der Trend zu kleineren Unternehmensgrößen ist auch bei den Umsätzen erkennbar. Er fällt allerdings geringer aus und die mittelgroßen Unternehmen (mit Umsätzen zwischen zehn Millionen Euro bis 100 Millionen Euro) erwiesen sich im Zeitverlauf als stabil.

9.2 Haltedauer der Exit-Unternehmen

Durchschnittlich waren die 624 Unternehmen, die in den Jahren 2013 bis 2018 einen Exit durchlaufen haben, 61 Monate bzw. 5,1 Jahre im Eigentum eines Finanzinvestors. Die Haltedauer hat sich im Gesamtzeitraum von 64 Monaten im Jahr 2013 auf 58 Monate im Jahr 2017 verkürzt; im Jahr 2018 war die Haltedauer wieder leicht auf 60 Monate gestiegen. Diese Durchschnittswerte schließen eine größere Anzahl an Unternehmen ein, die nur wenige Monate bzw. Jahre gehalten worden sind (Tabelle 8). Insgesamt schießen 77 Unternehmen (12%) innerhalb der ersten zwei Jahre aus dem Eigentum ihres Finanzinvestors aus. In ihnen waren 33.000 Beschäftigte angestellt (7%). Weitere 30% der Unternehmen mit 21% der Beschäftigten erlebten im dritten bzw. vierten Haltejahr ihren Exit. Damit bleibt für zwei Fünftel der Unternehmen die Eigentümerschaft eines Finanzinvestors eine kurzfristige Passage. Eine wichtige Rolle für diese kurze Frist spielen die Insolvenzen: Bis zum Ende des vierten Haltejahres hatten drei Viertel aller Insolvenzen im Sample stattgefunden.

Der Anteil der Unternehmen mit einer Haltezeit von fünf bis sechs Jahren betrug 28 Prozent; auch für diese Unternehmen folgte nur wenige Jahre

Tabelle 8

Unternehmen mit einem Exit in den Jahren 2013 bis 2018 und ihre Beschäftigten nach der Haltedauer

Haltedauer	Unternehmen		Beschäftigte	
	Anzahl	Anteil	in 1000	Anteil
bis 2 Jahre	77	12%	33	7%
3 und 4 Jahre	187	30%	95	21%
5 und 6 Jahre	177	28%	163	37%
7 und 8 Jahre	94	15%	71	16%
9 Jahre und älter	89	14%	80	18%
Summe:	624	100%	442	100%

Quelle: eigene Darstellung auf Basis von Preqin, Zephyr und Dafne/Bureau van Dijk, Majunke Consulting und eigenen Recherchen, n=624 Exits

nach dem Erwerb ein weiterer Eigentümerwechsel. Rund ein Drittel aller Unternehmen wies eine Haltedauer von sieben und mehr Jahren auf. Die Gründe hierfür sind vielschichtig. Teils drückt sich darin ein Mangel an attraktiven Kaufgelegenheiten aus. Dies hat bereits dazu geführt, dass Private-Equity-Gesellschaften Unternehmen von einem ihrer Fonds, dessen Laufzeit abließ, an einen ihrer anderen, neu aufgelegten Fonds weitergaben. Teils handelte es sich um Portfolio-Unternehmen mit wirtschaftlichen Schwierigkeiten, bei denen die Käufersuche lange erfolglos verlief. Dies kann man empirisch daran erkennen, dass mehrere Unternehmen mit einer besonders langen Haltezeit bei ihrem Exit an ihre Gläubiger oder an ihre Geschäftsführer übergingen. Im letzteren Fall endete die lange Haltezeit somit in einem Notverkauf, dem dann bei mehreren Unternehmen eine Insolvenz folgte. Schließlich handelte es sich partiell auch um Finanzinvestoren mit einem festen Kapitalstock, die somit keinem zeitlichen Verkaufszwang unterliegen.

Ein zusätzlicher Aspekt besteht darin, dass viele Unternehmen weitere Buyouts durchlaufen, wodurch die gesamte Haltezeit im Private-Equity-Eigentum erheblich verlängert wird (vgl. Scheuplein 2020a: 55).

9.3 Eigentümer nach dem Exit

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 hat, wird ein größerer Teil dabei zu einem zweiten oder dritten Mal an eine weitere Private-Equity-Gesellschaft veräußert.

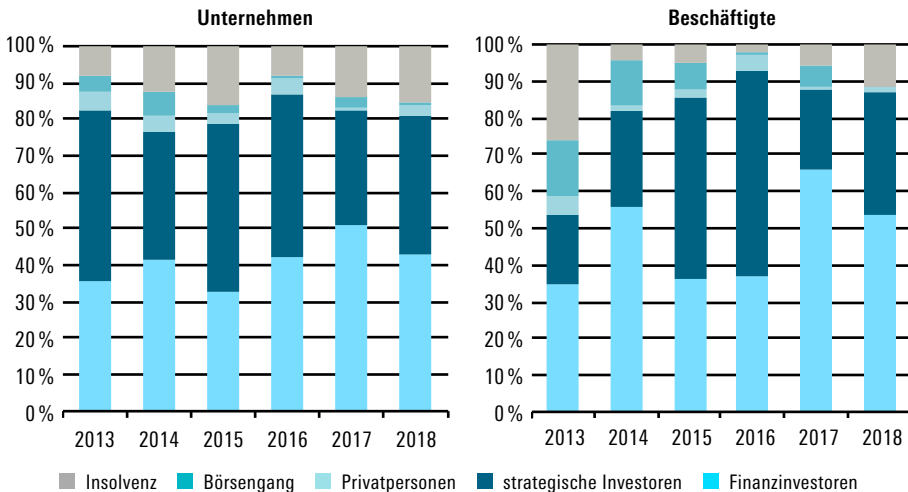
Im gesamten Betrachtungszeitraum 2013 bis 2018 wurden 261 Unternehmen (42%) bei einem Exit an eine weitere Private-Equity-Gesellschaft veräußert (**Abbildung 11**). An zweiter Stelle traten strategische Investoren (40%) als Käufer der Unternehmen auf. Börsengänge und Verkäufe an Privatpersonen fanden nur in je etwa drei Prozent der Fälle statt. Bedeutsamer waren dagegen die 70 Insolvenzen. Inklusive der Betriebsschließungen und Restrukturierungen erreichten diese Fälle wirtschaftlicher Notlagen einen Anteil von über zwölf Prozent. Im Zeitablauf lässt sich tendenziell ein leichter Anstieg der Secondary Buyouts erkennen, die im Jahr 2017 ihren höchsten Anteil (51%) erzielten und auch im Jahr 2018 auf einen Anteil von 43 Prozent kamen. Umgekehrt haben die Verkäufe an strategische Käufer, die im Jahr 2013 bei 47 Prozent lagen, nachgelassen. Strategen stellten in den Jahren 2017 und 2018 noch 32 Prozent bzw. 38 Prozent der Käufer.

Bezieht man die Beschäftigten in den Unternehmen ein, die einen Exit durchlaufen haben, dann wird die starke Position von Secondary Buyouts noch deutlicher. So waren in den Jahren 2013 bis 2018 insgesamt 46 Prozent aller Beschäftigten bei Unternehmen angestellt, die an eine weitere Private-Equity-Gesellschaft verkauft wurden. Der höchste Anteil wurde dabei im Jahr 2017 erreicht (66%), gefolgt von 54 Prozent im Jahr 2018. Der Beschäftigtenanteil bei Käufen durch strategische Unternehmen lag deutlich niedriger (35%). Das Beschäftigtenvolumen bei den Börsengängen erreichte einen Anteil von sieben Prozent, d.h. er fiel doppelt so hoch wie die der Anteil der Börsengänge an der Anzahl der Exits aus, da diese meist v. a. große Unternehmen betreffen. Der Beschäftigtenanteil der Insolvenzen (inklusive Betriebs-schließungen und Restrukturierungen) lag bei neun Prozent.

Fasst man die Anteile der nicht finanziellen Eigentümer (strategische Investoren, Privatpersonen, Börsengänge) nach dem Exit zusammen, dann er-

Abbildung 11

Unternehmen mit einem Exit in den Jahren 2013 bis 2018 und ihre Beschäftigten nach dem Eigentübertyp der Käufer



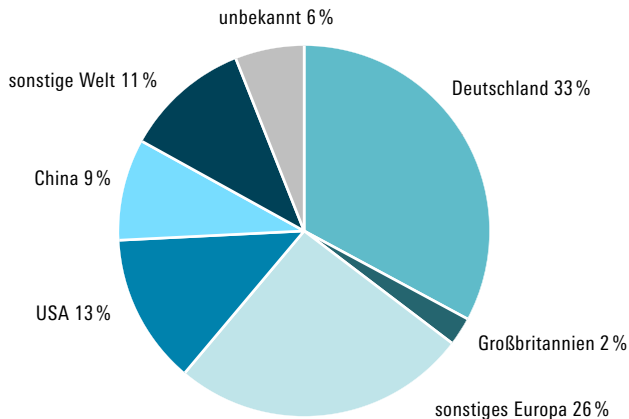
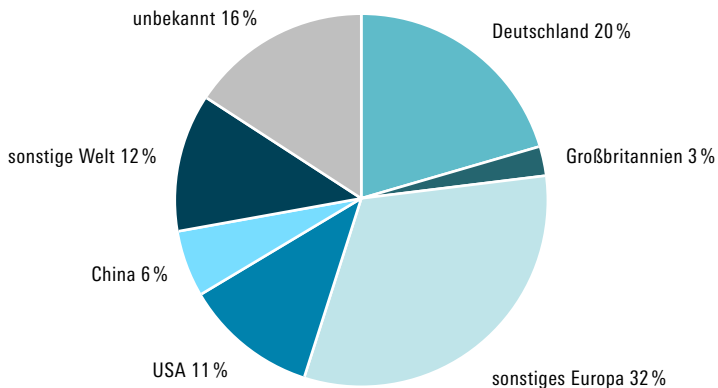
Quelle: eigene Darstellung auf Basis von Preqin, Zephyr und Dafne/Bureau van Dijk, Majunke Consulting und eigenen Recherchen

Anmerkung: Insolvenz inklusive Restrukturierungen und Betriebsschließungen; n=623 Exits

reichten sie einen Anteil von rund 45 Prozent sowohl an den Unternehmen wie an den Beschäftigten. Dies bedeutet auch, dass der Exit für 55 Prozent der Unternehmen bzw. der Beschäftigten keine stabile Eigentümerkonstellation gebracht hat, sondern mehrheitlich nur eine neue Runde bei einem Finanzinvestor einläutete oder sogar mit einer wirtschaftlichen Notlage des Unternehmens verbunden war. Es wurden deutlich höhere Raten der Insolvenz bzw. der finanziellen Notlage erreicht als bei vergleichbaren Unternehmen von anderen Eigentümern. Verfolgt man die Entwicklung der Unternehmen mit einem Buyout im Jahr 2013 bis zum Jahr 2019, dann lag ihre jährliche Quote von 15 Insolvenzen pro 1.000 Unternehmen doppelt so hoch wie die Insolvenzquote in der Gesamtwirtschaft (vgl. Scheuplein 2020a: 48).

Mit dem Exit wiederholt sich zudem der Internationalisierungsschub, der bereits mit der ersten Übernahme durch Private Equity einher gegangen war, als rund 53 Prozent der Unternehmen bzw. 70 Prozent der Beschäftigten in den Unternehmen einen internationalen Eigentümer erhielten (vgl. Kapitel 7). Bei den Exits der 624 Unternehmen, die in diesem Kapitel betrachtet werden, erhielten wiederum 57 Prozent der Unternehmen und 69 Prozent der Beschäftigten einen internationalen Eigentümer. Bei weiteren 14 Prozent der Exits blieb die Herkunft der neuen Eigentümer unbekannt, weil es sich z. B. um Börsengänge oder Insolvenzen handelte. Eigentümer mit einem rechtlichen Sitz in Deutschland hielten nach dem Exit noch 29 Prozent der Unternehmen und 17 Prozent des Beschäftigtenvolumens.

Diese Betrachtung beinhaltet allerdings auch die Verkäufe an weitere Private-Equity-Gesellschaften. Werden diese Secondary Buyouts und auch die Insolvenzen außen vorgelassen, dann erhält man alle Unternehmen mit einer voraussichtlich längerfristig stabilen Eigentümerkonstellation. Dabei handelt es sich um 283 Unternehmen mit einem Exit in den Jahren 2013 bis 2018 (Abbildung 12). Bei einem Drittel der Unternehmen hatte der nicht-finanzielle Eigentümer seinen Sitz in Deutschland, während dies bei den Private-Equity-Finanzplätzen USA und Großbritannien nur bei 13 Prozent bzw. zwei Prozent der Fall war. 26 Prozent der Unternehmen erhielten einen Eigentümer aus den sonstigen europäischen Ländern. Bei dieser neue Eigentümergruppe etablierten sich außereuropäische Länder, insbesondere China (9%) sowie andere Länder (11%). Betrachtet man die betroffenen Beschäftigten in den Unternehmen, dann hielten inländische Eigentümer einen geringeren Anteil von nur 20 Prozent. Höhere Anteile wiesen dagegen die Eigentümer aus den sonstigen europäischen Ländern (32%) sowie die „unbekannten Eigentümer“ (16%) auf, bei denen es sich zumeist um Aktionäre handelt. Eigentümer aus den USA (12%), aus Großbritannien (3%) sowie aus der

Unternehmen mit einem Exit (ohne Secondary Buyouts und Insolvenzen) in den Jahren 2013 bis 2018 und deren Beschäftigte nach dem Unternehmenssitz des Käufers**Unternehmen****Beschäftigte**

Quelle: eigene Darstellung auf Basis von Preqin, Zephyr und Dafne/Bureau van Dijk, Majunke Consulting und eigenen Recherchen

Anmerkung: unbekannt: u. a. Aktionäre; n=283 Exits

sonstigen Welt (12%) erzielten ähnliche Werte wie nach der Zahl der Unternehmen.

Vergleicht man diese nicht finanziellen und vermutlich längerfristigen Eigentümerkonstellationen nach dem Exit der Unternehmen mit der Eigentümerstruktur vor dem ersten Buyout (vgl. Kapitel 6), dann hat sich das ursprüngliche Verhältnis von inländischen zu ausländischen Eigentümern fast umgekehrt. Während die ursprünglichen Eigentümer bei den Buyouts (ohne Secondaries) zu vier Fünfteln einen Sitz in Deutschland hatten, so sank dieser Anteil bei den Eigentümern nach dem endgültigen Exit auf ein Drittel. Betrachtet man die Beschäftigten, fiel dieser Umbruch noch stärker aus. Insgesamt sorgt Private Equity auf diese Weise für eine massive Verschiebung der Kontrollmacht im Unternehmenssektor in regionsexterne Headquarter.

Abschließend sei darauf hingewiesen, dass in diesem Kapitel zunächst von den bekannt gewordenen Exits von Unternehmen innerhalb des Zeitraums 2013–2018 ausgegangen wurde. Dabei hat sich während der Arbeit am Private-Equity-Monitor gezeigt, dass Insolvenzen und teilweise auch andere Exits nicht über die einschlägigen Datenquellen nachvollzogen werden können. Alternativ kann man für alle bekannt gewordenen Buyouts die Eigentümerstrukturen in den nachfolgenden Jahren untersuchen. Bei diesem Ansatz treten die hier dargestellten kritischen Situationen für die Unternehmen (kurz- bis mittelfristige Eigentümerwechsel, Secondary Buyouts, Insolvenzen, Internationalisierung) in einem noch stärkeren Maße auf (vgl. Scheuplein 2020a und c).

10 ZUSAMMENFASSUNG UND SCHLUSSFOLGERUNGEN

Das Ziel dieser Studie war es, die Aktivitäten von Finanzinvestoren in Deutschland zusammenfassend für den Zeitraum der Jahre 2012 bis 2018 zu betrachten. Dabei sollte insbesondere perspektiviert werden, in welchem Maß die Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer von den Übernahmen betroffen sind. Daher wurden zum einen die Beschäftigtenzahlen bei der Untersuchung aller Transaktionen in den Mittelpunkt gestellt. Zum anderen wurde nach den Auswirkungen des Geschäftsmodells von Private Equity auf die Situation der Beschäftigten gefragt. Die zeitlich befristete Kapitalbasis, der hohe Anteil an Fremdkapital bei den Übernahmen, die erwartete Höhe der Rendite, die Gewinnbeteiligung der Private-Equity-Manager und die internationale Käufersuche bei den Exits haben konkrete Folgen für die Belegschaften, die im Rahmen dieser Studie empirisch belegt werden konnten. Diese Kernergebnisse der Studie sollen im Folgenden zusammenfassend dargestellt werden.

10.1 Boom von Private Equity in den Zehnerjahren in Deutschland

Nach dem Ende der globalen Finanzkrise bis spätestens zum Jahr 2010 wurde in der Branchenliteratur über eine wachsende Zahl an Private-Equity-Gesellschaften, wachsende Fondsvolumina und damit ein insgesamt wachsendes Kapitalvolumen für Buyouts („dry money“) berichtet. Das entsprechende Wachstum an Buyouts in Deutschland hat zu einer Verdopplung der Buyouts von Unternehmen im Zeitraum von 2012 bis 2018 geführt. Dabei lag die Übernahmetätigkeit in den ersten drei Jahren auf einem Niveau von rund 160 Übernahmen, um dann kontinuierlich bis zum Jahr 2018 auf rund 320 Unternehmen zuzunehmen. Die Beschäftigtenzahl stagnierte im Zeitraum von 2012 bis 2015 bei knapp über 70.000 Beschäftigten und war im Jahr 2016 deutlich auf rund 103.000 Beschäftigte gestiegen. Seitdem schrumpfte die Beschäftigtenzahl jedoch und lag im Jahr 2018 noch bei 83.000 Beschäftigten. Die vermehrten Buyouts haben sich somit im Bereich mittlerer und kleinerer Unternehmen abgespielt. Dies zeigt den Angebotsmangel auf dem deutschen Markt für Unternehmenskontrolle und die Wirkung der Buy-and-Build-Strategie, die gerade auf den Erwerb und die Fusion kleinerer Unternehmen zielt.

10.2 Vom Industrie- zum Dienstleistungssektor

Die Suche nach neuen Anlagefeldern hat auch neue Branchen in den Fokus der Finanzinvestoren treten lassen. Im Überblick zeigt sich vor allem ein Trend von Industrie- zu Dienstleistungsunternehmen. Insgesamt war der Industrielle Kernsektor Deutschlands, d.h. die vier export- und innovationsstarken Branchen Chemie und Kunststoff, Elektrotechnik und Elektronik, Fahrzeugbau sowie Maschinen- und Anlagenbau, nach der Zahl der Übernahmen (33 %) der attraktivste Bereich knapp vor den Dienstleistungen (32 %). Der Dienstleistungssektor wies jedoch mit 47 Prozent ein deutlich höheres Beschäftigtenvolumen auf als der Industrielle Sektor (25 %). Auf dem dritten Platz lagen die Weiteren Industrien (Traditionelle Industrien, Metallgewinnung, Pharma/Medizintechnik, Bau/Handwerk sowie Energie/Umwelt) mit einem Anteil von 23 Prozent an den Übernahmen und den Beschäftigten sowie der Sektor IK/Medien mit 13 Prozent der Übernahmen und fünf Prozent der Industrien. Im zeitlichen Verlauf haben die beiden Dienstleistungsbereiche zugelegt, während die beiden industriellen Bereiche verloren haben.

10.3 Hauptziel Gesundheitssektor

Im Dienstleistungssektor nahmen die Buyouts nur in wenigen Branchen zu. Dies gilt für die Branchen Software/IT sowie Finanzdienstleistungen, vor allem aber für den Gesundheitssektor, auf den im Jahr 2012 nur ein bis zwei Prozent der Unternehmen und der Inlandsbeschäftigten entfallen waren. In den anschließenden Jahren wurden stetig mehr Gesundheitsunternehmen übernommen und im Jahr 2018 entfielen knapp ein Drittel der Übernahmen und mehr als ein Drittel der Beschäftigten auf diese Branche. Im Gesamtzeitraum 2012–2018 belegte der Gesundheitssektor mit 15 Prozent der Übernahmen und 18 Prozent der Beschäftigten jeweils die erste Position. Innerhalb des Gesundheitssektors trieb zum einen die Übernahme von Arzt-Praxen die Zahl der Übernahmen in die Höhe. Beschäftigungsrelevant war zum anderen die Übernahme von Pflegeheimen und Pflegediensten. In beiden Fällen werden Buy-and-Build-Strategien verfolgt, bei denen eine Wertsteigerung vor allem über Größeneffekte und entsprechende Kostenersparnisse entstehen soll (vgl. hierzu ausführlicher Scheuplein/Evans/Merkel 2019; Bobsin 2021; Scheuplein/Buzek 2021).

10.4 Platzhirsche und Gelegenheitskäufer

Global ist die Zahl der Private-Equity-Gesellschaften nach einem kurzen Einbruch im Zuge der Finanzkrise 2008/09 wieder angestiegen. Dies spiegelt sich auch in Deutschland wider, wo die Zahl der an einem Buyout beteiligten Gesellschaften von etwa 110 Akteuren im Jahr 2012 auf rund 160 Akteure im Jahr 2018 angestiegen ist. In den klassischen Private-Equity-Ländern USA und Großbritannien stammen die Akteure vor allem aus dem Heimatmarkt, sind fondsbasiert, eng mit dem Kapitalangebot des lokalen Finanzmarktes verknüpft und ständig auf dem M&A-Markt (M&A: Mergers and Acquisitions) aktiv. Der deutsche Private-Equity-Markt wird dagegen auch durch regionsexterne Gesellschaften und durch Gesellschaften mit anderen Finanzierungsbasen (Industrieholding/Direktinvestment) geprägt. Tatsächlich war im Zeitraum von 2012 bis 2018 etwa ein Zehntel der Finanzinvestoren ständig am Markt präsent, finanzierte sich sehr stark über geschlossene Fonds (84%) und bestimmte gut die Hälfte des Marktvolumens. Mehr als die Hälfte dieser Investoren hatte ihren Sitz in Deutschland, ein Fünftel in anderen europäischen Ländern (außer Großbritannien). Eine zweite Gruppe mit einem weiteren knappen Fünftel der Private-Equity-Gesellschaften hatte häufigere Marktkontakte und war an einem Viertel des Buyout-Volumens beteiligt. Hier waren die Fonds (67%) gegenüber den Industrieholdings und Direktinvestments schon weniger dominierend und knapp mehr als die Hälfte aller Investoren kam aus dem Ausland. Eine dritte Gruppe mit rund 70 Prozent aller im Zeitraum aktiven Finanzinvestoren war nur punktuell am Markt vertreten und zeichnete für ein gutes Viertel aller Buyouts verantwortlich. Bei diesen Gelegenheitskäufern bestand die Finanzierungsbasis noch stärker aus Industrieholdings/Direktinvestments (40%). Der Anteil der deutschen Gesellschaften lag bei einem Drittel und der Anteil der Gesellschaften aus den USA und GB (35%) sowie aus dem sonstigen Europa (28%) war hier am höchsten.

10.5 Private Equity wird europäischer

Wie oben bereits anklang, können die in Deutschland tätigen Finanzinvestoren vor allem drei Herkunftsregionen zugeordnet werden. Die im Zeitraum 2012 bis 2018 aktiven Gesellschaften kamen zur Hälfte aus dem Heimatmarkt und zu jeweils einem Viertel aus den USA/Großbritannien sowie den sonstigen europäischen Ländern. Investoren aus anderen Regionen hatten

nur einen Anteil von einem Prozent. Im Zeitverlauf war der Anteil der deutschen Gesellschaften am höchsten in den Jahren 2014/2015. In den letzten drei betrachteten Jahren 2016 bis 2018 wuchs dagegen der Anteil der europäischen Private-Equity-Gesellschaften, wobei dies vor allem von Gesellschaften in Frankreich, den Benelux-Ländern sowie Schweden ausging. Diese Europäisierung der Finanzinvestoren war verbunden mit dem Boom im Gesundheitssektor, denn eine Reihe von europäischen Finanzinvestoren war bereits in ihren Heimatmärkten mit dem Aufbau von Gesundheitskonzernen beschäftigt und exportierte dann dieses Geschäftsmodell nach Deutschland.

10.6 Fehlende Mitbestimmung

Bei zahlreichen Unternehmen mit mehr als 2.000 Beschäftigten, die in Deutschland der paritätischen Mitbestimmung unterliegen, wird den Beschäftigten die Mitbestimmung vorenthalten. Daran hat auch Private Equity einen Anteil. Ende des Jahres 2018 wurde die paritätische Mitbestimmung in weniger als der Hälfte der Private-Equity-geführten Unternehmen praktiziert. Dagegen wurde sie in 46 Prozent der Unternehmen ignoriert und in acht Prozent durch die Wahl der rechtlichen Unternehmensform vermieden. Diese Ignorierung und Vermeidung der Mitbestimmung betrafen knapp 107.000 inländisch beschäftigte Personen, d. h. gut 52 Prozent der Beschäftigten in den erfassten 37 Unternehmen. Die Mitbestimmungssituation hat sich somit seit dem Jahr 2016, als sie im Rahmen des Private-Equity-Monitors erstmals beschrieben wurde, kaum verändert. Anhand der verfügbaren Vergleichsdaten lässt sich sagen, dass der Tatbestand der Mitbestimmungsignorierung und -vermeidung unter den Unternehmen mit Private-Equity-Eigentümern noch leicht stärker ausgeprägt ist als bei Unternehmen mit anderen Eigentübertypen.

10.7 Spitzengewinne

Private Equity hat in den vergangenen Jahren global höhere Renditen vorzuweisen als Hedge-Fonds oder Immobilienfonds. Dies schlägt sich auch bei den in Deutschland aktiven Fonds nieder. So konnten die Renditen (Net IRR) für 169 Fonds bezogen auf das vierte Quartal 2019 ermittelt werden. Die jährliche Verzinsung des Kapitals der Private-Equity-Fonds, die in Deutschland in den Jahren 2012 bis 2018 aktiv waren, lag bis zu diesem Zeit-

punkt zwischen 12,9 Prozent und 21,5 Prozent. Dabei muss zwischen den Jahren unterschieden werden, in denen die Fonds aufgelegt wurden und wenig später mit den Unternehmenskäufen begonnen haben. So wiesen die Fonds aus den Jahren vor der Finanzkrise, d. h. bis zum Jahr 2007, zum Jahresende 2019 Renditen zwischen 12,9 Prozent und 14,5 Prozent auf, während die Fonds der letzten betrachteten Startjahre 2014 bis 2016 eine Rendite von 18,3 Prozent bis 21,5 Prozent erzielt hatten. Die Kombination aus hohen Fonds-Renditen bei gleichzeitig starken Kosteneinsparungen zu Lasten der Beschäftigten, wie sie immer wieder beobachtet werden, bedeutet eine Umverteilung gesamtgesellschaftlicher Wohlfahrt zugunsten der Kapitaleigentümer.

10.8 Gewinntransfer in Steueroasen

Offshore-Finanzzentren bieten den wirtschaftlichen Akteuren geringe (oder sogar gar keine) Steuersätze sowie niedrige Transparenzvorschriften. Die rechtliche Ansiedlung der Fonds in diesen Finanzzentren ist ein wichtiges Puzzlestück für die überdurchschnittlich hohen Renditen von Private Equity. Dies gilt auch für die in Deutschland aktiven Fonds. So konnten insgesamt 365 Fonds identifiziert und für diese der rechtliche Standort ermittelt werden. Dabei waren diese Fonds an mehr als 1.000 Buyouts in Deutschland in den Jahren 2013 bis 2018 beteiligt. Insgesamt knapp drei Viertel der identifizierten Fonds waren in einem Offshore-Finanzzentrum angesiedelt, sofern die Fonds aus dem US-Bundesstaat Delaware mit zu den Offshore-Zentren gezählt werden. Nach der Zahl der Übernahmen wurden knapp zwei Drittel der Unternehmen von Fonds mit Sitz in den Offshore-Zentren gesteuert, wobei diese Unternehmen mehr als drei Viertel des Beschäftigtenvolumens aufwiesen. Die wichtigsten Offshore-Zentren waren die britischen Kronbesitzungen (Guernsey, Jersey, Isle of Man) mit 31 Prozent und die britischen Überseegebiete – d. h. vor allem die Kaimaninseln – mit 26 Prozent der Fonds.

10.9 Von einem Finanzinvestor zum nächsten

Der Wiederverkauf („Exit“) der Unternehmen ist das strategische Ziel und die wichtigste Gewinnquelle der Private-Equity-Gesellschaften. In dieser Studie konnten 624 Exits von Unternehmen mit dem Hauptsitz Deutschland für

die Jahre von 2013 bis 2018 dokumentiert werden. Ein quantitativer Trend zeigt sich in einer Verringerung der Exit-Zahlen bis zum Jahr 2015 und einem anschließenden Anstieg bis zum Jahr 2018. Die wichtigste Käufergruppe bestand aus Private-Equity-Gesellschaften, an die 261 Unternehmen (42%) veräußert wurden. Auf sie entfielen 46 Prozent des Beschäftigtenvolumens bei Exits. Auffallend ist, dass der Anteil der Exits in den beiden letzten betrachteten Jahren 2017 und 2018 mit mehr als 60 Prozent besonders hoch ausfiel. Erst an zweiter Stelle traten strategische Investoren (40%) als Käufer von Unternehmen auf. Börsengänge und Verkäufe an Privatpersonen fanden nur in je etwa drei Prozent der Fälle statt. Das Beschäftigtenvolumen dieser drei nicht finanziellen Formen von Exits erreichte zusammen nur 45 Prozent. Der Exit ist somit für einen großen Teil der Unternehmen mit einer erneuten Runde bei einem Finanzinvestor verbunden, die häufig durch eine Erhöhung der Schulden, strategische Neuausrichtungen und Kostensenkungsprogramme sowie die Unsicherheiten des Verkaufsprozesses gekennzeichnet ist.

10.10 Licht ins Dunkel: Insolvenzen

Über Insolvenzen, Betriebsschließungen und Restrukturierungen (Eigentümerwechsel bei finanzieller Notlage) wird in den meisten Datenquellen zu Private Equity nicht berichtet. In dieser Studie wurden diese Exit-Formen möglichst systematisch, wenn auch sicherlich nicht vollständig erfasst. Dabei konnten 70 Insolvenzen und weitere acht Betriebsschließungen bzw. Restrukturierungen dokumentiert werden. Insgesamt endeten 12,5 Prozent aller in dieser Studie dokumentierten Exits in einer Form der wirtschaftlichen Notlage. Das Beschäftigungsvolumen der davon betroffenen Unternehmen betrug rund 39.000 Personen (9%). Insgesamt gerät somit ein beachtlicher Teil der Unternehmen im Private-Equity-Eigentum in eine finanzielle Notlage.

10.11 Eigentum als Passage

Private Equity bedeutet Eigentum auf Zeit. Durchschnittlich waren die 624 Unternehmen, die in den Jahren 2013 bis 2018 einen Exit durchlaufen haben, 61 Monate bzw. 5,1 Jahre im Eigentum eines Finanzinvestors. Dabei hat sich die durchschnittliche Haltedauer in diesem Zeitraum leicht verkürzt.

Die Durchschnittswerte bedeuten auch, dass ein erheblicher Teil an Unternehmen noch viel knappere Haltezeiten aufweist. So wechselten zwölf Prozent der Unternehmen innerhalb der ersten zwei Jahre und weitere 30 Prozent der Unternehmen im dritten bzw. vierten Halbjahr ihren Eigentümer. Die Beschäftigten in diesen Unternehmen summierten sich auf 127.000 Personen, d.h. etwas weniger als ein Drittel der Gesamtbeschäftigten bei Exits. Für diese Beschäftigten folgt auf einen Eigentümerwechsel inklusive betrieblicher Restrukturierungen und strategischen Neuausrichtungen eine mit Unsicherheiten behaftete Verkaufsphase und danach ein weiterer Eigentümerwechsel.

10.12 Der Internationalisierungsschub nach dem Exit

Die Ausgangslage der Unternehmen vor einem ersten Verkauf an Finanzinvestoren ist eine starke inländische Eigentümerposition. So gehörten von allen in dieser Studie betrachteten Buyout-Unternehmen 81 Prozent zuvor einem inländischen Eigentümer, wobei diese Unternehmen 72 Prozent des Beschäftigtenvolumens aufwiesen. Die Private-Equity-Eigentümerschaft führte dann zu einem ersten Internationalisierungsschub, der sich mit dem Exit wiederholte. Auch wenn nur die Unternehmen betrachtet werden, die mit dem Exit einen nicht finanziellen Eigentümer erhalten haben (d. h. Insolvenzen und Secondary Buyouts werden ausgeblendet), dann brachten die Exits einen zweiten Internationalisierungsschub. Rund 61 Prozent der Exit-Unternehmen mit 64 Prozent der Beschäftigten erhielten einen internationalen Eigentümer, während nur noch ein Drittel der Unternehmen mit 20 Prozent der Beschäftigten im inländischen Eigentum waren. Die wichtigsten Herkunftsregionen waren dabei die europäischen Nachbarländer mit einem Viertel der Unternehmen, die USA (13%), China (9%) und Japan sowie sonstige Länder (11%). Die Internationalisierung kann zweifellos eine Chance für Unternehmen bedeuten. Allerdings bestehen auch Risiken des Know-How-Transfers, der Verlagerung von Arbeitsplätzen und einer erhöhten Krisenanfälligkeit durch die Verlagerung der Entscheidungsmacht in externe Regionen. Es bleibt daher eine offene Frage, ob das Zwischenspiel der Finanzinvestoren nicht langfristig die Wertschöpfungszusammenhänge im Inland schwächt.

LITERATURVERZEICHNIS

Amess, Kevin (2018): Leveraged Buyouts: Their Impact on Jobs and Wages. In: Wright, Mike; Amess, Kevin; Bacon, Nick; Siegel, Donald (Hg.): The Routledge Companion to Management Buyouts. London, S. 530–542.

Appelbaum, Eileen/Batt, Rosemary (2014): Private Equity at Work: When Wall Street Manages Main Street. New York: Russel Sage Foundation.

Argus Wityu (2020): Argos Index, Zweites Quartal 2020. Online verfügbar unter: <https://argos.wityu.fund/de/argos-mid-market-index/zweites-quartal-2020/> (Abruf am 20.10.2021).

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

Bobsin, Rainer (2021): Private Equity im Bereich der Gesundheits- und Pflegeeinrichtungen in Deutschland. Grundlagen, Entwicklungen und Kontroversen. Hannover.

BVK (2020): Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (Hg.): Der deutsche Beteiligungskapitalmarkt 2019. Online verfügbar unter: https://www.bvkap.de/sites/default/files/page/20200225_bvk-statistik_2019_vorlaeufig_in_charts.pdf (Abruf am 20.10.2021).

BVK (2021): Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (Hg.): Der deutsche Beteiligungskapitalmarkt 2020. Online verfügbar unter: https://www.bvkap.de/sites/default/files/page/20210315_bvk-statistik_2020_vorlaeufig_in_charts_final_0.pdf (Abruf am 20.10.2021).

Clark, Ian (2018): The Political Economy of Finance-Led Capitalism: Connecting Financialization, Private Equity, and Employment Outcomes. In: Wright, Mike/Amess, Kevin/Bacon, Nick/Siegel, Donald (Hg.): The Routledge Companion to Management Buyouts. London, S. 152–165.

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

Dyreg, Scott/Lindsey, Bradley P/Thornock, Jacob R. (2013): Exploring the Role Delaware Plays as a Domestic Tax Haven. In: Journal of Financial Economics 108(3), S. 751–772.

Eich, Jakob (2019): Hohe Kaufpreise am deutschen M&A-Markt. www.finance-magazin.de vom 21.2.2019, online verfügbar unter: <https://www.finance-magazin.de/deals/private-equity-private-debt/hohe-kaufpreise-am-deutschen-ma-markt-2031931/> (Abruf am 20.10.2021).

Emmler, Helge/Misterek, Fokko (2020): Zahlen und Fakten zur Mitbestimmung. Mitbestimmungsreport der Hans-Böckler-Stiftung Nr. 58, S. 6–9. Online verfügbar unter: https://www.boeckler.de/pdf/p_mbf_report_2020_58.pdf (Abruf am 20.10.2021).

Ernst & Young (Hg.) (2020): Private Equity. Der Transaktionsmarkt in Deutschland – 1. Halbjahr 2020. Online verfügbar unter: https://www.ey.com/de_de/news/2020/08/ey-finanzinvestoren-halten-sich-in-corona-pandemie-zurueck (Abruf am 20.10.2021).

Finance (2019): Midmarket-Buy-outs-2018. 1. Juni 2018.

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.

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

Gilligan, John/Wright, Mike (2014): Private Equity Demystified: An Explanatory Guide. 3. Auflage. Online verfügbar unter: <http://ssrn.com/abstract=2668066> (Abruf am 20.10.2021).

- Hammer, Benjamin/Leker, Sebastian/Schwetzer, Bernhard/Wünsche, Norbert (2019):** Private Equity in Deutschland – wo steht der deutsche Buyout-Markt im internationalen Vergleich? In: Corporate Finance Nr. 3–4/2019, S.91–100.
- Harris, Robert S./Jenkinson, Tim/Kaplan, Steven N. (2014):** Private Equity Performance: What Do We Know? In: The Journal of Finance 69(5), S. 1851–1882.
- Haves, Jakob/Vitols, Sigurt/Wittke, Peter (2014):** Financialization and Ownership Change: Challenges for the German Model of Labour Relations. In: Gospel, Howard/Pendleton, Andrew/Vitols, Sigurt (Hg.): Financialization, New Investment Funds, and Labour. An International Comparison. Oxford, S. 148–175.
- Higson, Chris/Stucke, Rüdiger (2012):** The Performance of Private Equity. Online verfügbar unter: <http://ssrn.com/abstract=2009067> (20.10.2021).
- Hoffmann, Thomas (2016):** 40 Jahre Mitbestimmungsgesetz 1976: Schleichende Mitbestimmungserosion in Deutschland. In: AG – Die Aktiengesellschaft 11/2016, S. R167-R170.
- Jowett, Paul/Jowett, Françoise (2011):** Private Equity. The German Experience. Basingstoke.
- Kaplan, Steven N./Strömberg, Per (2009):** Leveraged Buyouts and Private Equity. In: Journal of Economic Perspectives 23(1), S. 121–146.
- KfW Research (Hg.) (2019):** German Private Equity Barometer: 4. Quartal 2018. Gemischte Stimmung zum Jahresende. Online verfügbar unter: https://www.kfw.de/PDF/Download-Center/Konzernthemen/Research/KfW-Research/Economic-Research/Wirtschaftsindikatoren/German-Private-Equity-Barometer/PDF-Dateien/GPEB_Q4_2018.pdf (Abruf am 20.10.2021).
- Morgan, Jamie/Nasir, Muhammad A. (2020):** Financialised Private Equity Finance and the Debt Gamble: The Case of Toys R Us. New Political Economy. Online verfügbar unter: <https://doi.org/10.1080/13563467.2020.1782366> (Abruf am 20.10.2021).
- Obermayer, Bastian/Obermaier, Frederik (2016):** Panama Papers. Die Geschichte einer weltweiten Enthüllung. Köln.
- Phalippou, Ludovic (2014):** Performance of Buyout Funds Revisited? In: Review of Finance 18(1), S. 189–218.
- Preqin (2020):** 2020 Preqin Global Private Equity & Venture Capital Report. London.
- PricewaterhouseCoopers (2019):** Private Equity Trend Report. Powering through uncertainty. Online verfügbar unter: <https://www.pwc.de/de/finanzinvestoren/pwc-private-equity-trend-report-2019.pdf> (Abruf am 20.10.2021).
- PricewaterhouseCoopers (2020):** Deals Watch Germany. M&A-Aktivitäten von strategischen- und Finanzinvestoren. Online verfügbar unter: <https://www.pwc.de/de/private-equity/deals-watch-germany-m-a-aktivitaeten-von-strategischen-und-finanzinvestoren-2020.pdf> (Abruf am 20.10.2021).
- Scheuplein, Christoph (2019a):** Private Equity Monitor 2018: Die aktuelle Tätigkeit von Finanzinvestoren in Deutschland. Mitbestimmungsreport der Hans-Böckler-Stiftung Nr. 49. Online verfügbar unter: https://www.boeckler.de/pdf/p_mbf_report_2019_49.pdf (Abruf am 20.10.2021).
- Scheuplein, Christoph (2019b):** Private Equity as a commodification of companies: the case of the German automotive supply industry. In: The Journal of Economic Policy Reform. Online verfügbar unter: <https://doi.org/10.1080/17487870.2019.1637590> (Abruf am 20.10.2021).
- Scheuplein, Christoph (2020a):** Wie entwickeln sich Unternehmen mit Private-Equity-Eigentümern in Deutschland? Study der Hans-Böckler-Stiftung Nr. 447. Online verfügbar unter: https://www.boeckler.de/de/faust-detail.htm?sync_id=9137 (Abruf am 20.10.2021).
- Scheuplein, Christoph (2020b):** Impact of private equity on employment and co-determination: the case of Germany. In: Revista Internacional De Sociología 78(4), 2020, e171. Online verfügbar unter: <https://doi.org/10.3989/ris.2020.78.4.m20.003> (Abruf am 20.10.2021).

Scheuplein, Christoph (2020c): Wer kommt, wenn Private Equity geht? Langfristige Wirkungen auf die Eigentümerstruktur deutscher Unternehmen. In: *Forschung Aktuell* Nr. 10/2020.

Scheuplein, Christoph/Bůžek, Richard (2021): Private-Equity-geführte Praxis-Ketten in der vertragsärztlichen ambulanten Patientenversorgung in Bayern. In: *Gesundheits- und Sozialpolitik* 75(2), S. 36–44.

Scheuplein, Christoph/Evans, Michaela/Merkel, Sebastian (2019): Übernahmen durch Private Equity im deutschen Gesundheitssektor. Eine Zwischenbilanz für die Jahre 2013 bis 2018. In: *IAT Discussion Papers* 19(1).

Scheuplein, Christoph/Teetz, Florian (2017): Private Equity Aktivitäten in Deutschland 2014/2015. Eine Analyse von Buyouts, Exits und Private Equity-Gesellschaften. Study Nr. 367 der Hans-Böckler-Stiftung. Online verfügbar unter: https://www.imu-boeckler.de/de/faust-detail.htm?sync_id=HBS-006559 (Abruf am 21.10.2021).

Sekanina, Alexander (2018): Finanzinvestoren und Mitbestimmung. Wie der Wandel der Investorenlandschaft die Mitbestimmung herausfordert. Mitbestimmungsreport der Hans-Böckler-Stiftung Nr. 42. Online verfügbar unter: https://www.imu-boeckler.de/de/faust-detail.htm?sync_id=HBS-006866 (Abruf am 21.10.2021).

Sick, Sebastian (2015): Mitbestimmungsfeindlicheres Klima. Report der Hans-Böckler-Stiftung Nr. 13. Online verfügbar unter: https://www.imu-boeckler.de/de/faust-detail.htm?sync_id=HBS-006158 (Abruf am 21.10.2021).

Sick, Sebastian (2020): Erosion als Herausforderung für die Unternehmensmitbestimmung. In: Mitbestimmungsreport Nr. 58 der Hans-Böckler-Stiftung, S. 13–17. Online verfügbar unter: https://www.boeckler.de/pdf/p_mbf_report_2020_58.pdf (Abruf am 21.10.2021).

Talmor, Eli/Vasvari, Florin (2011): *International Private Equity*. Chichester.

Watt, Andrew (2008): The impact of private equity on European companies and workers: key issues and a review of the evidence. In: *Industrial Relations Journal* 39(6), S. 548–568. Online verfügbar unter: <https://doi.org/10.1111/j.1468-2338.2008.00505.x> (Abruf am 21.10.2021).

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 ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut Arbeit und Technik der Westfälischen Hochschule Gelsenkirchen Bocholt Recklinghausen. Arbeitsschwerpunkte: gesellschaftliche Auswirkungen von Private Equity und Venture Capital, industrielle Restrukturierung.
E-Mail: Scheuplein@iat.eu

Die Aktivitäten von Private Equity haben in Deutschland nach der letzten Weltfinanzkrise wieder zugenommen. Die Study bietet einen Überblick über die Entwicklungen in den Jahren 2012 bis 2018 aus arbeitnehmerorientierter Sicht. Sie zeigt u. a. das Volumen und die sektoralen Schwerpunkte von Unternehmensübernahmen, die neuen Eigentümer nach dem Ausstieg der Finanzinvestoren und den Anteil der Unternehmen, in denen die paritätische Mitbestimmung angewandt wird. Betrachtet werden auch die aktivsten Private-Equity-Gesellschaften, ihre Nutzung von Steueroasen sowie ihre Fonds und deren Renditen.

WWW.BOECKLER.DE

ISBN 978-3-86593-384-3